

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ**  
**SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**  
**CENTRO DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**  
**DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO**  
**ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: ESTRATÉGIA E ORGANIZAÇÕES**

**TESE DE DOUTORADO**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, LEGITIMIDADE E  
DESEMPENHO DAS ORGANIZAÇÕES LISTADAS NA  
BOVESPA**

**LUCIANO ROSSONI**

**CURITIBA**

**2009**

**LUCIANO ROSSONI**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, LEGITIMIDADE E  
DESEMPENHO DAS ORGANIZAÇÕES LISTADAS NA  
BOVESPA**

**Tese de doutorado apresentada como requisito parcial  
para a obtenção do grau de Doutor em Administração,  
Curso de Doutorado em Administração, Setor de Ciências  
Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.**

**Orientador: Prof. Dr. Clóvis L. Machado-da-Silva**

**CURITIBA**

**2009**

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

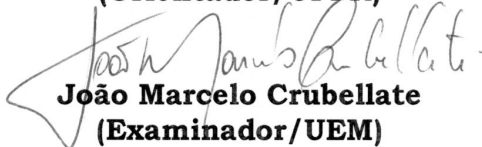
**Luciano Rossoni**

**“Governança Corporativa, Legitimidade e Desempenho das  
Organizações Listadas na Bovespa”**

**TESE APROVADA COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENÇÃO DO  
GRAU DE DOUTOR NO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM  
ADMINISTRAÇÃO DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ, PELA  
SEGUINTE BANCA EXAMINADORA:**



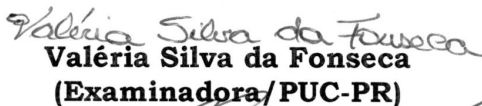
**Clóvis Luiz Machado-da-Silva  
(Orientador/UFPR)**



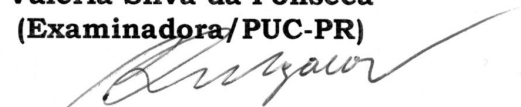
**João Marcelo Crubellate  
(Examinador/UEM)**



**Wilson Toshio Nakamura  
(Examinador/Mackenzie)**



**Valéria Silva da Fonseca  
(Examinadora/PUC-PR)**



**Sergio Bulgacov  
(Examinador/UFPR)**

**18 de dezembro de 2009**

Universidade Federal do Paraná. Sistema de Bibliotecas.  
Catalogação na Fonte

Rossoni, Luciano

Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações  
listadas na Bovespa / Luciano Rossoni. - 2009  
218 f.

Orientador: Clóvis L. Machado-da-Silva.

Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-  
Graduação em Administração, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.  
Defesa: Curitiba, 2009

1. Governança corporativa. 2. Bolsa de valores de São Paulo. 3. Empresas -  
Desempenho. I. Silva, Clovis Luis Machado da. II. Universidade Federal do  
Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em  
Administração. III. Título.

CDD 658.4

*Em memória do amigo, orientador e  
professor Clóvis L. Machado-da-Silva*

## AGRADECIMENTOS

Uma das coisas mais fantásticas de estar envolvido com a atividade acadêmica é a possibilidade de vivenciar experiências com pessoas brilhantes, nas quais muitas delas me espelho. Mesmo elas sendo um tanto quanto atarefadas, algumas delas porque são figuras bem importantes, não deixam de zelar por aquilo que vejo como a maior dádiva da ciência, que é a troca e o compartilhamento de conhecimento.

Sem essas pessoas, com sentimentos e atitudes tão nobres, essa tese não teria sido concretizada. Também não seria nem de longe o pouco que sou hoje nesta ainda breve vida acadêmica. Tenho uma imensa dívida moral com muitas delas, que, ao tentar pagá-la, recebi um bem ainda maior de volta, que é a amizade.

Agradeço primeiramente ao recente, porém já grande amigo Wesley Mendes-da-Silva, que cheguei a conhecer por meio de uma parceria um tanto quanto inusitada de coautoria. Por causa dele tive contato com a área de finanças e com o mercado de capitais, cujo campo de estudo caiu como uma “luva” dentro do meu interesse em estudar a legitimidade. Inteligente, sagaz, dedicado e camarada são um dos atributos que o descrevem, além, é claro, de compartilhar comigo a afinidade por uma boa cerveja. Sem seu apoio, dicas, ajuda e paciência, este trabalho nunca seria realizado em tempo hábil.

Se já não bastasse um Wesley, devo imensa gratidão ao também recente amigo professor Wesley Vieira da Silva (outro Wesley, e da Silva!), que me ajudou e muito no processo de coleta de dados, dos quais eu não tinha muita ideia do que fazer, assim como me apresentou a tal da econometria. Cabe destacar que, como bons flamenguistas, tivemos um motivo muito forte para comemorar no final de 2009, que só aumentou o sabor de vitória, quando concluí este trabalho.

Como estou falando de amigos, não posso deixar de referenciar meu grande amigo de fé Edson Ronaldo Guarido Filho, que, embora tenha caminhado comigo em várias jornadas acadêmicas, tem muitas outras mais a caminhar. Sempre presente, atento aos meus problemas, angústias e delírios, foi de fundamental importância para a formação da concepção que tenho de *ethos* científico. A ele devo muito do que hoje sei sobre academia.

Devo gratidão também a algumas instituições, mesmo achando um pouco estranho fazer agradecimentos institucionais que não vão para pessoa alguma. Mesmo assim, espero que estas palavras caibam em alguém. Em primeiro lugar, sou imensamente grato à Universidade Federal do Paraná, pela formação sólida que me proporcionou, não somente no doutorado, mas também no mestrado. Foi um privilégio enorme ter convivido naquele ambiente nos

últimos anos, pois ali aprendi o real sentido do que é a vida acadêmica. Devo agradecimento também à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), pelo suporte financeiro durante parte do doutorado, que me permitiu abdicar das oportunidades profissionais sem afetar com isso, minha dignidade; à Universidade Positivo, que me acolheu precocemente, cujo ambiente e suporte facilitou em muito o meu desenvolvimento enquanto pesquisador; à Faculdade de Ciências Sociais e Aplicadas do Paraná (FACET), que foi meu primeiro ambiente de trabalho nesta cidade, onde conheci pessoas maravilhosas, pelas quais tenho hoje grande carinho e amizade. Por fim, agradeço à Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC-PR), por ter-me acolhido como aluno em algumas disciplinas, assim como por ter cedido acesso a algumas bases de dados.

Agradeço também ao meu caro revisor, professor Agostinho Baldin, pelas contribuições e sábias lições durante a fase final da tese. Pessoa educada e caridosa, que sempre me ajudou nas minhas dúvidas gramaticais, às vezes até ingênuas.

Fica também minha eterna dívida a meus caríssimos mestres: professor Sérgio Bulgacov, pela preocupação com minha formação e conduta acadêmica, honrando-me por me dizer que faço parte do seu “time”; professor Pedro José Steiner Neto, pela amizade e ensinamentos estatísticos, que hoje são de grande valia para mim; professor Paulo Prado, sempre brilhante, no qual tenho a esperança de um dia vê-lo tornar-se um institucionalista!; professores José Henrique de Faria e Ariston Mendes, pela amizade, camaradagem e companhia, dos quais tenho muito orgulho em poder dizer que fui colega de trabalho, sem falar também da estima, carinho e admiração que tenho por eles; ao professor Acyr Seleme, pela irreverência e a sempre fê no meu trabalho; a todos os outros professores do programa, os quais, mesmo não lecionando para mim no doutorado, deixaram sua marca durante meu prazeroso convívio na Federal.

Aos meus colegas de classe do doutorado, Israel Ferreira Júnior, Danielle Mantovani, Eliane Cristine Francisco, Júlia Graeff, Márcia Massukado, Bernardo Meyer (que responsabilidade esse sobrenome!), Kátia Hopfer, Vanessa Scandelar e Edécio Jacomassi, que sofreram comigo (acho que a maioria ainda está sofrendo...) a angústia de ter que conciliar a vida profissional e pessoal com as aulas, intermináveis leituras e elaboração da tese. Fica a eles a minha imensa gratidão pelos momentos de companheirismo e amizade. Já que estou falando de colegas de classe, não posso deixar de destacar meus saudosos companheiros de mestrado, alguns deles mais presentes, como Vandete Mendonça, Antônio Hocayen-da-Silva, Cristiano Maciel, Setembrino Ferreira Júnior, Marcos de Castro, não me esquecendo, é claro, de todos os outros por quem tenho um carinho muito grande, porém não

me lembro do seu nome completo, assim como os outros vários companheiros de outras turmas de mestrado e doutorado que ficarei impossibilitado de citar por problemas de espaço e memória (minha, não do computador).

Tenho muito que agradecer também aos meus colegas de trabalho, ilustres e brilhantes acadêmicos: Rodolfo Prates, pela simpatia e preciosas dicas em relação aos procedimentos de análise de dados em painel; Sandro Gonçalves, que admiro muito não só pela cabeça privilegiada que tem, mas também pelas intensas reflexões e discussões que promove sobre as coisas acadêmicas; Alexandre Reis Graeml, parceiro de coautorias, projetos e discussões, sempre camarada e presente. Compartilho com ele algo muito singular, até porque ocorreu somente uma única vez (no meu caso): uma bronca do professor Clóvis; Bruno Fernandes, agora nosso Pró-Reitor, pessoa da mais fina educação e de extrema simpatia, cujo conhecimento e clareza de ideias impressionam a todos; Eros Nogueira, cuja sabedoria e paciência admiro profundamente, até por que vejo nele muitas das atitudes e qualidades que não tenho e que gostaria de ter; Fábio Vizeu, brilhante colega que tem verdadeira paixão pelo conhecimento e pela atividade acadêmica; Francis Kanashiro Meneghetti, recente, mas já grande amigo, que, apesar de não ser institucionalista, tenho uma imensa admiração por seu trabalho, seriedade e dedicação; Yára Bulgacov, que, por respeito, ainda chamo de professora, da qual admiro pelo sempre bom humor e vasto conhecimento, mas principalmente pelo apreço que tem pelo lado humano das pessoas; Queila Souza Matitz e Rafael Bezzera, colegas recentes de trabalho, mas que já têm espaço destacado no grupo; não posso deixar de mencionar os colegas que deixaram nosso programa, Simone Miucci, pessoa muito querida, que sempre me intrigou por admirar minha tranquilidade no período de elaboração da tese, mesmo eu não me achando nem um pouco tranquilo; os caros Ariston Mendes e professor José Henrique de Faria, aos quais já fiz meus agradecimentos enquanto professores; e as colegas Zandra Balbinot, Maria Lúcia Meza e Zig Cunha, que deixaram saudades no tempo em que estiveram no Programa de Mestrado e Doutorado da Universidade Positivo.

Para ser doutor, temos que passar por uma sabatina. Sabe-se lá por que, atribuíram-lhe o nome de banca de defesa. Contudo, mesmo em posição desprivilegiada e cheio de medos e receios por ter o trabalho exposto em público, tive o prazer e a felicidade de contar com membros brilhantes e ilustres, cujas contribuições foram fundamentais para o aprimoramento da tese, assim como para desdobramentos de estudos futuros. Ficarei eternamente agradecido ao professor Wilson Toshiro Nakamura pela disponibilidade de se ausentar de sua residência em pleno 18 de dezembro, honrando-me com seu conhecimento sobre o campo das finanças e do mercado de capitais; ao professor Sérgio Bulgacov, sempre presente e apoiador de meu



desenvolvimento enquanto acadêmico; professor João Marcelo Crubellate, de quem tenho imenso prazer e orgulho de ser amigo e parceiro acadêmico, não somente por ser um dos mais brilhantes estudiosos das organizações, mas pela figura humana que é; professora Valéria Silva da Fonseca, amiga querida, que ainda chamo de professora (apesar de ela não gostar), sempre presente, crítica e enérgica, cuja autoridade e conhecimento serão extremamente valiosos nesse período de transição pelo qual nosso grupo de pesquisa está passando.

Por falar no grupo de pesquisa, agradeço a todos os colegas que têm a teoria institucional como grande paixão acadêmica. Diante dos recentes acontecimentos, vejo que cabe em parte a nós a grande missão de preservar o legado e obra de nosso saudoso professor Clóvis.

Mesmo não estando diretamente ligados à elaboração desta tese, agradeço sempre à minha muito amada família, cuja matriarca, dona Maria Eleta Gava Rossoni, possibilitou que eu chegasse onde estou, fazendo de tudo por mim e para mim, independentemente das dificuldades que a vida lhe impôs. Não deixo de falar nos meus queridos irmãos, que ajudaram a cuidar de mim, assim como tios, primos, e, é claro, meus amados sobrinhos, que me deram a sensação de ser pai sem a pior parte, que é o custo pecuniário. E aos meus saudosos amigos, que, mesmo distantes, penso sempre neles e sempre quero a eles muito bem.

À minha amada esposa, Adriana, meu presente de Deus, sempre companheira, que abdicou de momentos preciosos com a família para me acompanhar nessa jornada: fica a ela o meu maior agradecimento pela paciência que teve com os meus anos de doutorado e mestrado, cujas horas de leitura e pesquisa, que varavam noites a fora, limitavam nosso prazeroso tempo juntos. Com ela aprendi o que é mais importante nesta vida, que é o amor.

Por fim, fica meu eterno agradecimento ao orientador, professor e amigo Clóvis L. Machado-da-Silva. Seus ensinamentos, sua amizade e seu zelo pela minha pessoa ficarão guardados para sempre comigo, já que não mais poderemos contar com sua honrosa e agradável presença. Sua partida deixou-nos tristes, desorientados, academicamente órfãos, um pouco até desiludidos, mas com forças para manter o legado de sua brilhante obra. Esta força me conduziu a finalizar esta tese, fruto de sua última orientação concluída de doutorado. A dádiva de sua presença na minha vida será guardada para sempre.

*If I have seen further it is by  
standing on the shoulders of giants.*  
(Isaac Newton, 1675)

## RESUMO

Este estudo parte da premissa que a legitimidade é um dos principais fatores que explicam a capacidade de sobrevivência e de aquisição de recursos das organizações. Enquanto dimensão estrutural, a legitimidade organizacional pode apresentar várias origens, sintetizadas em três dimensões: formal regulatória; cultural-cognitiva; e normativa. Avaliamos todas essas dimensões; no entanto damos enfoque principalmente à dimensão formal regulatória, já que buscamos entender como a adoção de práticas racionalizadas formalmente apresenta papel legitimador da atividade organizacional, moderando a influência das outras origens da legitimidade nos resultados organizacionais. Entre as práticas organizacionais existentes, escolhemos as de governança corporativa por serem um mecanismo formal cuja legitimidade está pautada na expectativa de que suas regras sejam justas e efetivas, vistas pelas organizações como provável solução de problemas relacionados à credibilidade no mercado financeiro. Sendo assim, como essas práticas são relevantes principalmente entre empresas de capital aberto, escolhemos estudar a governança corporativa das empresas listadas na Bovespa. Em face do exposto, o objetivo desta tese é analisar como a adesão a níveis mais altos de governança corporativa modera o efeito da legitimidade organizacional no desempenho das empresas listadas na Bovespa. Como indicadores de desempenho organizacional consideramos cinco medidas que julgamos relevantes: valor de mercado; rentabilidade; risco não sistemático; liquidez; e volatilidade. Primeiramente, construímos um quadro teórico de referência buscando revisitar o conceito de legitimidade sob a perspectiva estruturacionista da teoria institucional. Após isso, fizemos uma revisão da legitimidade organizacional, apontando suas relações com outros fenômenos, como, por exemplo, a sobrevivência e desempenho organizacional. Na sequência, fizemos uma revisão sobre as práticas de governança corporativa, enquadrando-as sob uma perspectiva institucional. Por fim, perante o quadro teórico-empírico apresentado, destacamos o problema de pesquisa que guiou este estudo, derivando de tal questão a conjuntura teórica e as proposições, buscando, depois, relacionar os fundamentos conceituais com as hipóteses que pretendemos testar. Usando uma abordagem quantitativa de análise, avaliamos 442 organizações entre os anos de 2002 e 2007, que possibilitaram a construção de uma matriz de dados em painel com um total de 2.091 observações. Verificamos que houve um crescimento significativo na adesão aos mercados com práticas diferenciadas de governança, principalmente ao Novo Mercado. Acerca do efeito das diferentes origens da legitimidade no desempenho, verificamos que: a legitimidade formal regulatória está relacionada com maior valor de mercado, maior rentabilidade e maior liquidez das organizações; a legitimidade cultural-cognitiva está relacionada com maior valorização e queda no risco; e a legitimidade normativa está relacionada com maior valor, maior liquidez e menor risco. Adicionalmente, fizemos análises com amostras seccionadas, em que todos os resultados foram ao encontro das proposições definidas conceitualmente. Por fim, verificamos que a legitimidade formal regulatória modera a influência da legitimidade cultural-cognitiva e da legitimidade normativa no valor de mercado, na rentabilidade e na liquidez. Contudo em algumas situações o efeito mostrou-se contrário ao esperado, demonstrando que, ao invés de reduzir as influências de outras origens da legitimidade, paradoxalmente ela o aumenta. Diante desses resultados, podemos concluir que a legitimidade organizacional é um importante fator de explicação do desempenho de empresas de capital aberto, em que a adoção de práticas diferenciadas de governança condicionou a influência das demais origens da legitimidade no desempenho.

**Palavras-chave:** Bolsa de Valores; Desempenho; Governança Corporativa; Legitimidade; Teoria Institucional.

## ABSTRACT

This study begins with the premise that legitimacy is one of the main factors to account for organizations' capacity for survival and acquisition of resources. As a structural dimension, organizational legitimacy may stem from several origins, synthesized in three dimensions: regulative; cultural-cognitive; and normative. We evaluated all of these dimensions, although we focused more heavily on the regulative dimension since we were seeking to understand how the adoption of formally rationalized practices are a legitimizing role of organizational activity, moderating the influence of the other origins of legitimacy on organizational results. Among the existing organizational practices, we chose those of corporate governance, as they are a formal mechanism whose legitimacy lies in the expectation that their rules are just and effective, viewed by organizations as a probable solution of problems related to credibility in the financial market. That being the case, as these practices are relevant mainly among open capital companies, we chose to study corporate governance in companies listed on Bovespa. In light of this fact, the aim of this thesis is to analyze how adherence to higher levels of corporate governance moderates the effect of organizational legitimacy on the performance of companies listed on Bovespa. As indicators of organizational performance, we considered five measurements that we judged to be relevant: market value; profitability; non-systematic risk; market liquidity; and volatility. First, we constructed a theoretical reference framework, seeking to revisit the concept of legitimacy from a structurationist perspective of the institutional theory. We then reviewed organizational legitimacy, pointing out its relationships with other phenomena such as survival and organizational performance. We then reviewed corporate governance practices under an institutional perspective. Finally, using the theoretical-empirical framework, we highlighted the research problem that guided this study, deriving from this question the theoretical juncture and propositions, afterwards seeking to relate the conceptual bases with the hypotheses that we intended to test. Using a quantitative analysis approach, we evaluated 442 organizations between the years 2002 and 2007, which enabled us to construct a panel data matrix with a total of 2,091 observations. We found that there was a significant rise in adherence to markets with differentiated practices of governance, especially the New Market. Concerning the effect of the different origins of legitimacy on performance, we found that: regulative legitimacy is related to higher market value, higher profitability and higher market liquidity of organizations; cultural-cognitive liquidity is related to greater appreciation and lower risks; and normative legitimacy is related to higher value, greater market liquidity and lower risk. Furthermore, we performed analyses with sectioned samples, all meeting with the conceptually defined propositions. Finally, we found that regulative legitimacy moderates the influence of cultural-cognitive legitimacy and normative legitimacy on market value, profitability and market liquidity. However, in some situations, the effect was contrary to our expectations, demonstrating that instead of reducing the influence of other origins of legitimacy, paradoxically, it increases it. From these results, we can conclude that organizational legitimacy is an important factor when it comes to explaining the performance of open capital companies, in which the adoption of differentiated governance practices has conditioned the influence of the other origins of legitimacy on performance.

**Key words:** Stock Exchange; Performance; Corporate Governance; Legitimacy; Institutional Theory.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Dualidade da Estrutura em Interação. ....	39
Figura 2 – Circuito de Reprodução Institucional. ....	50
Figura 3 – Circuito de Reprodução da Legitimidade. ....	51
Figura 4 - Desenvolvimento do Campo da Pesquisa em Governança. ....	69
Figura 5 – Modelo Institucional de Relação entre Fatores Sociais, Leis e Governança Corporativa. ....	77
Figura 6 – Modelos Institucionais da Teoria das Organizações e da Sociologia Econômica. .	78
Figura 7 – Difusão de Códigos de Governança Corporativa (Valor cumulativo). ....	87
Figura 8 – Esquema Analítico da Conjuntura Teórica. ....	106
Figura 9 – Número de Empresas de Capital Aberto Listadas na Bovespa. ....	109
Figura 10 – Trajetória de Adesão das Empresas nos Mercados Diferenciados de Ações. ....	131
Figura 11 – Histograma das Variáveis Dependentes. ....	133
Figura 12 – Número de Empresas por Grupo (Diferenciado pelo Nível de Governança). ....	158

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos Anteriores a Weber que se Referem à Legitimidade. ....	27
Quadro 2 – Vigência da Legitimidade e Referência das Fórmulas Legitimadoras. ....	46
Quadro 3 – Dimensões da Legitimidade Organizacional. ....	57
Quadro 4 – Definições de Governança Corporativa. ....	70
Quadro 5 – Definição de Boas Práticas de Governança. ....	75
Quadro 6 – Comparação entre os Mercados da Bovespa. ....	90
Quadro 7 – Síntese das Hipóteses Derivadas das Proposições 1, 2 e 3. ....	105
Quadro 8 – Síntese das Hipóteses Derivadas das Proposições 4 e 5. ....	105
Quadro 9 – Variáveis, Indicadores e Fonte dos Dados. ....	122
Quadro 10 – Especificação das Etapas da Pesquisa. ....	124
Quadro 11 – Síntese dos Resultados. ....	148
Quadro 12 – Síntese dos Resultados (Grupo de Empresas com Liquidez no Mercado). ....	156
Quadro 13 - Síntese dos Resultados (Grupo de Empresas com Governança Diferenciada). .	163
Quadro 14 - Síntese dos Resultados (Grupo de Empresas com Governança Tradicional). ...	168
Quadro 15 – Sínteses do Efeito Moderador da Legitimidade Formal Regulatória. ....	173
Quadro 16 – Hipóteses Derivadas das Proposições 1, 2 e 3 que Foram Corroboradas. ....	174
Quadro 17 – Hipóteses Derivadas das Proposições 4 e 5 que Foram Corroboradas. ....	175

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Número de Observações e Empresas por Setor.....	130
Tabela 2 – Número de Empresas Participantes dos Mercados Diferenciados.....	131
Tabela 3 – Estatísticas Descritivas, Tolerância e Fator de Inflação da Variância.....	132
Tabela 4 – Correlação entre as Variáveis (Parte 1).....	134
Tabela 5 – Correlação entre as Variáveis (Parte 2).....	135
Tabela 6 – Influência da Legitimidade no Valor da Empresa ( $Q$ de Tobin). ....	136
Tabela 7 – Influência da Legitimidade na Rentabilidade (ROA). ....	140
Tabela 8 – Influência da Legitimidade no Risco Não Sistemático (erro do <i>CAPM</i> ). ....	142
Tabela 9 – Influência da Legitimidade na Liquidez das Ações.....	144
Tabela 10 – Influência da Legitimidade na Volatilidade das Ações.....	146
Tabela 11 – Média das Variáveis Dependentes por Categoria. ....	149
Tabela 12 – Influência da Legitimidade no Desempenho (Grupo com Liquidez no Mercado). .....	153
Tabela 13 – Média das Variáveis Dependentes por Categoria (Grupo com Liquidez no Mercado).....	157
Tabela 14 – Número de Empresas e Observações por Agrupamento.....	158
Tabela 15 – Influência da Legitimidade no Desempenho (Grupo Governança Diferenciada). .....	161
Tabela 16 - Média das Variáveis Dependentes por Categoria (Grupo com Governança Diferenciada). ....	163
Tabela 17 - Influência da Legitimidade no Desempenho (Grupo Governança Tradicional). ....	165
Tabela 18 – Média das Variáveis Dependentes por Categoria (Grupo com Governança Tradicional).....	168
Tabela 19 - Diferença dos Coeficientes entre os Grupos de Governança Corporativa.....	170

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>18</b>
1.1	FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA.....	20
1.2	OBJETIVOS DA PESQUISA E PROPOSIÇÕES .....	20
1.3	JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA E ORIGINALIDADE DA TESE.....	21
1.4	ESTRUTURA DO ESTUDO .....	23
<b>2</b>	<b>QUADRO TEÓRICO-EMPÍRICO DE REFERÊNCIA.....</b>	<b>25</b>
2.1	LEGITIMIDADE.....	25
2.1.1	Origens do Conceito de Legitimidade.....	25
2.1.2	Definição do Conceito de Legitimidade.....	31
2.1.3	Ação, Racionalidade e Elementos Estruturais Legítimos .....	35
2.1.4	Condicionamento dos Padrões de Ação e Reprodução Estrutural.....	44
2.2	LEGITIMIDADE ORGANIZACIONAL .....	52
2.2.1	Dimensões da Legitimidade Organizacional.....	57
2.2.2	Níveis, Objetos, Origens e Consequências da Legitimidade Organizacional ....	61
2.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA E O INSTITUCIONALISMO .....	68
2.3.1	Dimensões da Governança Corporativa, Legitimidade e suas Instituições .....	72
2.3.2	A Institucionalização das Práticas de Governança Corporativa .....	84
2.4	CONJUNTURA TEÓRICA E HIPÓTESES DE PESQUISA .....	92
2.4.1	Especificação do Problema, Proposições e Hipóteses de Pesquisa .....	94
2.4.2	Esquema Analítico e Síntese das Proposições da Pesquisa.....	106
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA.....</b>	<b>108</b>
3.1	POPULAÇÃO, AMOSTRA E DADOS .....	108
3.2	DEFINIÇÃO CONSTITUTIVA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS .....	110
3.2.1	Variável Dependente.....	110
3.2.2	Variável Moderadora .....	113
3.2.3	Variáveis Independentes .....	114



3.2.4	Variáveis de Controle.....	119
3.2.5	Definição de Outros Termos Relevantes.....	121
3.2.6	Síntese dos Indicadores Utilizados .....	122
3.3	DESENHO DA PESQUISA.....	122
3.4	ETAPAS DA PESQUISA E PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE .....	124
3.5	LIMITAÇÕES DO ESTUDO .....	127
<b>4</b>	<b>APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>129</b>
4.1	DESCRIÇÃO DA AMOSTRA E DAS VARIÁVEIS.....	129
4.2	INFLUÊNCIA DA LEGITIMIDADE NO DESEMPENHO .....	135
4.2.1	Síntese e Validação dos Resultados.....	148
4.2.2	Avaliação da Amostra de Empresas com Liquidez no Mercado.....	151
4.3	EFEITO MODERADOR DA LEGITIMIDADE FORMAL REGULATÓRIA.....	157
4.3.1	Avaliação do Grupo de Governança Diferenciada .....	160
4.3.2	Avaliação do Grupo de Governança Tradicional .....	164
4.3.3	Avaliação do Efeito Moderador da Legitimidade Formal Regulatória.....	169
4.4	SÍNTESE DAS HIPÓTESES CORROBORADAS.....	174
<b>5</b>	<b>DISCUSSÃO E CONCLUSÃO.....</b>	<b>176</b>
5.1	IMPLICAÇÕES TEÓRICAS E PRÁTICAS .....	183
5.2	RECOMENDAÇÕES DE ESTUDOS FUTUROS .....	184
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>187</b>
	<b>APÊNDICE A – Organizações Avaliadas no Estudo .....</b>	<b>207</b>
	<b>APÊNDICE B – Empresas mais Admiradas entre as Listadas na Bovespa .....</b>	<b>218</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Desde o advento da grande empresa americana (*vide* CHANDLER, 1962), várias abordagens tentam explicar o fenômeno das grandes corporações, assim como suas relações com o mercado de capitais. Entre essas abordagens, a que tem papel mais destacado, em volume de estudos, de orientações para o mercado e de pesquisa é a econômico-financeira. Isso ocorre porque, como aponta Fligstein e Freeland (1995), grandes corporações são controladas por executivos da área de finanças e é sob a visão desses atores que as estratégias corporativas são definidas.

Em face do exposto, todos os elementos relacionados à gestão e ao controle dessas organizações tendem a ser vistos como problemas de ordem econômica ou legal, principalmente entre aquelas organizações de capital aberto, que necessitam do mercado de ações para financiar suas atividades. Essa perspectiva econômico-financeira serviu muito bem durante décadas, dando conta de boa parte dos elementos relacionados ao controle e estratégia das grandes corporações. Porém escândalos recentes envolvendo grandes corporações americanas como, por exemplo, *Enron* e *WorldCom*, bem como empresas de auditoria que, até naquele momento, eram consideradas sólidas e respeitáveis, afetaram a credibilidade tanto das organizações envolvidas, como do mercado como um todo. Isso apontou para mudanças necessárias na forma de entender e gerir essas organizações, ou seja, mudança na **governança corporativa**. Percebeu-se, portanto, que o controle das organizações é um tema demasiado importante e complexo para ser tratado somente no campo de finanças e por executivos financeiros.

Assim, diante da crise de legitimidade que tais escândalos geraram no mercado, que não foram possíveis de ser resolvidos dentro do escopo explicativo das teorias econômicas e financeiras, teóricos e práticos das organizações estão buscando compreender o fenômeno da governança corporativa sob diferentes lógicas, entre elas a institucional.

Fruto dessas reflexões, começou-se a perceber a necessidade de se buscar práticas de gestão que garantissem o capital investido pelos acionistas por meio de um pacote de procedimentos formais nos quais aquelas organizações que desejassem ser vistas como corretas deveriam adotar. Surgem então as práticas de boa governança corporativa. Mais que eficientes, elas legitimam a gestão das grandes corporações (ROE, 2005).

Em face do exposto, e em convergência com outros estudos que utilizaram a abordagem institucional das organizações para compreender o processo de institucionalização de práticas organizacionais (*vide*, por exemplo, DACIN; GOODSTEIN; SCOTT, 2002; GREENWOOD;

HININGS; SUDABBY, 2002; SCOTT *et al.*, 2000), e, em particular, que buscaram entender o desenvolvimento e a repercussão de práticas de governança (*vide*, por exemplo, AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; ENRIONE; MAZZA; ZERBONI, 2006) escolhemos estudar a governança corporativa das empresas listadas na Bovespa porque a bolsa é o *locus operandi* das companhias de capital aberto do Brasil. Assim, práticas de governança corporativa, que regem a relação dessas organizações com o mercado e com os *stakeholders*, apresentam uma importância peculiar: enquanto mito legitimador (MEYER; ROWAN, 1977), sua adoção está relacionada com a capacidade das firmas adquirirem maior quantidade de recursos (MEYER; ROWAN, 1977; PARSONS, 1956; PFEFFER; SALANCIK, 1978), assim como possibilita melhoria na imagem das empresas de capital aberto perante sua audiência.

O caso da governança corporativa brasileira é especial porque, atualmente, o Brasil é o único país que apresenta um mercado diferenciado de acordo com o nível de governança corporativa (o Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de Governança<sup>1</sup>), sendo a própria Bolsa de Valores de São Paulo o mecanismo responsável por controlar a adequação das organizações às práticas de governança instituídas em contrato. Portanto a prática tem um caráter formal regulatório. Sendo assim, entendemos que, por ser um mecanismo formal, cuja legitimidade está pautada na expectativa de que suas regras sejam justas e efetivas, esperamos que aquelas organizações que atendam aos pré-requisitos formais desses níveis tenham melhor desempenho, já que a legitimidade facilita o acesso a recursos (MEYER; ROWAN, 1977).

Além da legitimidade de origem formal regulatória, que envolve aspectos adicionais à adoção formal de práticas de governança, há outras origens da legitimidade que podem ser resumidas em mais duas dimensões: a cultural-cognitiva e a normativa (SCOTT, 2008). Dessa forma, como o mercado acionário brasileiro pode ser entendido como um sistema social, subentende-se que, além dos aspectos formais regulatórios que apontamos, existem mecanismos cultural-cognitivos e normativos que condicionam a atividade das organizações nesse mercado. Esses mecanismos envolvem, por exemplo, a qualidade do conselho, a reputação da organização, a certificação de suas ações, entre outros aspectos que podem

---

<sup>1</sup> A Bolsa de Valores de São Paulo apresenta mercados diferenciados de acordo com o grau de qualidade da governança corporativa das organizações. O Novo Mercado é o mais exigente deles, em que todas as empresas optantes dessa modalidade obrigatoriamente devem emitir somente ações com direito a voto, assim como devem aderir a padrões contábeis internacionais, entre outras exigências. O Nível 2 é similar, no entanto permite emissão de ações sem direito a voto. O Nível 1 não apresenta essas exigências, porém existe a prerrogativa de que as organizações disponibilizem maior quantidade de informações. Discutiremos essas diferenças em maior detalhe no quadro de referência.

refletir de forma favorável para a organização, possibilitando que ela tenha desempenho diferenciado das demais.

Portanto, partindo do pressuposto de que a legitimidade organizacional aumenta as capacidades organizacionais (ALDRICH; FIOL, 1994; DOWLING; PFEFFER, 1976; DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008; MEYER; ROWAN, 1977; PARSONS, 1956; PFEFFER; SALANCIK, 1978; SUCHMAN, 1995), partilhamos da **tese** de que diferentes dimensões da legitimidade (formal regulatória, normativa e cultural-cognitiva) podem afetar de diferentes formas e em diferentes níveis o desempenho organizacional (ARCHIBALD, 2004; RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000), que avaliaremos em termos de risco da organização, aceitação, valor e rentabilidade.

No caso específico da legitimidade gerada pela adoção de práticas formais de governança corporativa, esperamos que ela modere o impacto de outras dimensões da legitimidade nos resultados organizacionais. Isso porque, diferentemente das demais origens da legitimidade, ela só recentemente foi instituída no mercado acionário brasileiro sob a prerrogativa de mudar os padrões vigentes de gestão corporativa. Sendo assim, como ela incorpora vários princípios legitimadores, esperamos que, na sua presença, as outras origens da legitimidade percam poder de explicação em relação ao desempenho gerado. Diante de tais apontamentos, derivamos o problema de pesquisa que pretendemos estudar.

### 1.1 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

A partir das considerações que até aqui procederam, pretendeu-se responder neste estudo, sob a perspectiva institucional de análise, o problema de pesquisa a seguir.

COMO A ADESÃO A NÍVEIS MAIS ALTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA MODERA O EFEITO DA LEGITIMIDADE ORGANIZACIONAL NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA?

### 1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA E PROPOSIÇÕES

Nosso objetivo geral é analisar como a adesão a níveis mais altos de governança corporativa, modera o efeito da legitimidade organizacional no desempenho das empresas listadas na Bovespa. Desse objetivo derivamos os seguintes objetivos específicos:

- Verificar como a legitimidade cultural-cognitiva, a legitimidade normativa e a legitimidade regulatória afetam o desempenho organizacional das organizações listadas na Bovespa entre os anos de 2002 e 2007.

- Avaliar como a adesão aos níveis mais altos de governança corporativa (legitimidade formal regulatória) da Bovespa modera a relação entre legitimidade e desempenho.

Se considerarmos que os objetivos específicos foram desenvolvidos a partir de evidências teóricas do relacionamento entre o fenômeno da legitimidade e do desempenho, podemos explicitar essas relações por meio de proposições, que serão, mais adiante, desdobradas em hipóteses operacionalizáveis por meio das definições constitutivas e operacionais das variáveis do estudo. Sendo assim, do primeiro objetivo específico apontamos três proposições:

***Proposição 1: A legitimidade formal regulatória afeta positivamente o desempenho organizacional.***

***Proposição 2: A legitimidade cultural-cognitiva afeta positivamente o desempenho organizacional.***

***Proposição 3: A legitimidade normativa afeta positivamente o desempenho organizacional.***

Em relação ao segundo objetivo específico, consideramos o efeito moderador da legitimidade formal regulatória. Em linhas gerais, afirmar que uma variável modera o efeito de outras significa dizer que o efeito das variáveis explicativas é função dos diferentes níveis que a variável moderadora assume. Assim, tais relacionamentos entre variáveis, que refletem conceitos teóricos, podem ser dispostos por meio de duas proposições:

***Proposição 4: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no desempenho organizacional de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade cultural-cognitiva.***

***Proposição 5: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa no desempenho organizacional de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade normativa.***

### 1.3 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA E ORIGINALIDADE DA TESE

Podemos justificar teoricamente este estudo, em primeiro lugar, por buscarmos reposicionar o conceito de legitimidade organizacional, desenvolvido primeiramente dentro

de uma lógica funcionalista de análise (*vide* PARSONS, 1956), sob a perspectiva estruturacionista da teoria institucional. Isso implica ver a legitimidade além de seu caráter condicionante do comportamento de indivíduos e organizações, situando-a como resultado da ação de indivíduos e organizações delimitados em um contexto institucional específico. Com isso, abre-se espaço para se compreendê-la como processo social (*vide* JOHNSON, 2006).

Em segundo lugar, considerando que a legitimidade organizacional avançou conceitualmente desde meados da década de noventa (p.ex. ALDRICH; FIOR, 1994; SCOTT, 1995; SUCHMAN, 1995), mas que a maior parte dos artigos e textos produzidos não passa de proposições teóricas ou revisões de literatura, ou, quando muito, de estudos de casos descritivos, contribuimos teoricamente buscando avaliar um fenômeno social de alta complexidade analítica por meio de rigorosa investigação empírica.

Podemos justificar, também, teoricamente esse estudo por buscarmos investigar a adoção de práticas de governança corporativa enquanto fenômeno socialmente construído, destacando o caráter cerimonial, legitimador e normativo de tais práticas. Como apontam Fligstein e Freeland (1995) e Nee e Swedberg (2005), por causa da necessidade de se ver as práticas de governança corporativa acerca de sua dimensão legítima, as abordagens sociológicas da firma dão um passo além de visões puramente utilitaristas, que focam exclusivamente a eficiência organizacional como veículo difusor de práticas organizacionais, pois incorporam explicações políticas e culturais acerca da adoção de tais práticas organizacionais. Além disso, como destaca Fiss (2008), já que as práticas de governança corporativa refletem aspectos culturais e políticos das nações nas quais são desenvolvidas, a teoria institucional se enquadra como forte esquema analítico para se compreender a temática. Ressaltamos aqui que a adoção de práticas de governança tem implicações para a gestão das organizações que vão além do escopo do campo da pesquisa em finanças. Por isso deve ser investigada sob outras perspectivas, como já vem sendo feito internacionalmente (*vide*, por exemplo, DAVIS, 2005; FISS, 2008; FLIGSTEIN; CHOO, 2005; ROE, 2005)

Podemos justificar esse estudo, enquanto dimensão prática, porque ele aponta para a necessidade dos dirigentes organizacionais se aterem a elementos que vão além da gestão financeira e operacional das organizações. Como consumidoras de recursos presentes na sociedade, as organizações precisam justificar o uso de tais recursos, e isso remete à legitimação de suas ações. Nosso argumento nesse caso é racional-utilitário: empresas cuja ação é legitimada, são aceitas mais facilmente, têm menos problemas gerados por disputas com *stakeholders* e são mais resistentes a turbulências ambientais. Isso também é verdade

para o mercado acionário brasileiro: empresas legitimadas têm maior valor de mercado, maior rentabilidade, maior liquidez e menor risco.

Por fim, podemos apontar alguns aspectos que garantem a originalidade desse trabalho no campo da pesquisa dos estudos organizacionais, tal como no campo da pesquisa de práticas de governança. Diferentemente de outros estudos que analisaram a legitimidade como variável dependente ou independente, buscamos avaliar o efeito moderador das práticas de governança corporativa, enquanto fator racionalizador das relações corporativas, cujo papel legitimador reside em sua vigência formal. Com isso, assim como fizeram Ruef e Scott (1998) e Archibald (2004), buscamos avaliar a legitimidade como fenômeno multidimensional, já que, por sua vez, o efeito da legitimidade no resultado das organizações pode ser condicional à legitimidade de sua origem.

#### 1.4 ESTRUTURA DO ESTUDO

Em face do exposto, esta tese está estruturada em cinco partes, incluindo-se esta introdução. Nesta primeira parte, foram desenvolvidos os primeiros apontamentos acerca da problemática a ser estudada, destacando-se o problema de pesquisa que guiará o estudo, desdobrando-se de tal problema, os objetivos, para somente depois delinear as proposições, que deram origem as hipóteses que orientam a parte empírica do estudo.

Na segunda parte, apresentamos o quadro teórico-empírico de referência que, por sua vez, foi dividido em quatro partes. Em primeiro lugar, discutimos as origens do termo legitimidade, para depois fazermos uma revisão do conceito, reposicionando-o sob uma perspectiva estruturacionista da teoria institucional. Sob esse enfoque, construímos uma série de definições, pressupostos e condições emparelhadas objetivando maior precisão conceitual. Com a legitimidade definida conceitualmente, fizemos uma ampla revisão do conceito de legitimidade organizacional, apontando suas relações com outros fenômenos, como, por exemplo, a sobrevivência e desempenho organizacional. Após isso, fizemos uma revisão sobre as práticas de governança corporativa, enquadrando-as sob uma perspectiva institucional. Por fim, perante o quadro teórico-empírico apresentado, destacamos o problema de pesquisa que guiou este estudo, derivando de tal questão a conjuntura teórica, buscando, depois, relacionar os fundamentos conceituais com as hipóteses que pretendemos testar.

Na terceira parte, destacamos os procedimentos metodológicos que dão suporte à parte analítica do desenvolvimento da tese. Nesta parte, além de definirmos a população e a amostra, apresentamos detalhadamente a definição constitutiva e operacional das variáveis.

Após isso, delineamos o desenho da pesquisa, apontando, posteriormente, as etapas de análise. Como há limitações, nós as destacamos no fim.

Na quarta parte apresentamos e analisamos os resultados. Como as análises são um pouco complexas em termos de interpretação, as dividimos em quatro subseções. Na primeira delas exploramos as estatísticas descritivas do campo a ser estudado. Na segunda seção avaliamos o efeito da legitimidade organizacional nos indicadores de desempenho, com o objetivo de verificar se os resultados vão ao encontro às proposições 1, 2 e 3. Como são muitos indicadores envolvidos, fizemos uma síntese dos resultados no final da seção. Adicionalmente, nesta seção incluímos uma análise para as empresas com liquidez no mercado. Na terceira seção buscamos avaliar o efeito moderador da legitimidade formal na relação entre as demais origens da legitimidade e desempenho. Para tanto, em primeiro lugar, avaliamos a influência da legitimidade cultural-cognitiva e normativa no desempenho em dois grupos distintos: o de governança diferenciada e o de governança tradicional. Com as análises desenvolvidas, testamos a existência de moderação, verificando se os resultados iam ao encontro das proposições 4 e 5. No fim, fizemos uma síntese das hipóteses corroboradas.

Na quinta parte fizemos uma discussão dos resultados, apontando as implicações teóricas e práticas do estudo, assim como sugerimos estudos futuros, diante dos questionamentos levantados no trabalho.



## **2 QUADRO TEÓRICO-EMPÍRICO DE REFERÊNCIA**

No ímpeto de promover sustentação teórico-empírica para o estudo, o quadro teórico precedente aborda os eixos teóricos essenciais para a elucidação do problema de pesquisa. Portanto diante da problemática do estudo abordada no tópico anterior, buscaremos discutir o conceito de legitimidade, desde suas origens, até os dias atuais, consolidando-o sob a perspectiva estruturacionista da teoria institucional. Depois, faremos uma revisão da legitimidade enquanto dimensão social das organizações, buscando relacioná-la com a perspectiva discutida no tópico anterior, apontando como ela está vinculada com a sobrevivência e desempenho organizacional. Após isso, nós nos atemos ao objeto deste estudo, as práticas de governança corporativa, avaliando-a sob uma perspectiva institucional. Por fim, diante do quadro teórico desenvolvido, apresentaremos nossa conjectura teórica, desdobrando-a em problemas de pesquisa, dos quais serão desdobradas as hipóteses que guiarão a parte empírica do estudo.

### **2.1 LEGITIMIDADE**

Por ser a legitimidade um conceito de importância central para o institucionalismo e, também, provavelmente o de maior complexidade desta teoria, procuramos discutir suas origens na busca de compreender seu desenvolvimento até as teorias contemporâneas. Depois, diante do quadro teórico estruturacionista de legitimidade que propomos nesta tese, elaboramos uma revisão do conceito, buscando construir definições emparelhadas aos pressupostos e condições básicas da legitimidade. Somente depois, em capítulo distinto, entramos na questão da legitimidade organizacional.

#### **2.1.1 Origens do Conceito de Legitimidade**

Em linhas gerais, qualquer origem do termo legitimidade, pelo menos em relação a seu significado nos tempos atuais, refere-se: à propriedade de algo que é avaliado ou atribuído como legítimo (BIERSTEDT, 1987; LEVI, 2002; DURAN, 1990; OUTHWAITE, 1996, 2006; SILBEY, 2006), por exemplo, um estado, um governo ou uma ordem social; em referência a um determinado padrão, lei, norma ou princípio (GRAFSTEIN, 1981; WALKER, 2004). Em termos específicos, a legitimidade é discutida sob três enfoques, cujas origens estão entrelaçadas. O primeiro, de maior amplitude e generalidade, foca o papel da legitimidade sobre qualquer tipo de ordem social (BIERSTEDT, 1987; BLAU, 1963; LEVI,

2002; OUTHWAITE, 1996, 2006; SILBEY, 2006; WALKER, 2004; ZELDITCH; WALKER, 2003; ZELDITCH, 2004). Sob esse enfoque, que reside fundamentalmente na concepção de Weber (1991) sobre o fenômeno, busca-se explicar as origens da obediência e da ordem social, não somente a partir do entendimento da coerção ou da promessa de recompensas, mas pela aceitação de um comando ou restrição em face do senso de obrigação e da necessidade moral (SILBEY, 2006).

O segundo enfoque, que é predominante na ciência política, tem caráter legal e político e apresenta um significado específico, vinculando o sentido da legitimidade ao estado ou a qualquer de um de seus elementos (p. ex. governo, regime, comunidade política). Mesmo diante dessa especificidade, como no enfoque anterior, o tratamento weberiano do termo mostra-se dominante (BIERSTEDT, 1987; BLATTER, 2007; DURAN, 1990; LEVI, 2002; OUTHWAITE, 1996, 2006). Todavia em paralelo à tradição analítica compreensiva dada ao fenômeno, durante todo o século XX, a legitimidade foi vista também a partir de teorias políticas de caráter normativo e prescritivista acerca da noção de justiça social, como, por exemplo, com aquelas originadas de Maquiavel (1517/2007, 1532/2002), La Boétie (1575/2009) e Sorel (1906/1993) (OUTHWAITE, 1996, 2006). Sendo assim, dentro do escopo da política, uma ordem, lei, governo ou regime são legítimos se a população assim acredita (BLATTER, 2007; DURAN, 1990; OUTHWAITE, 1996, 2006).

O terceiro, de origem antropológica e de uso muito menos frequente na literatura (BIERSTEDT, 1987; BROWN, 1932), apresenta um significado mais distinto que os outros dois, ligando a legitimidade à condição de uma criança gerada na constância do casamento, implicando direitos e obrigações ao nascente. Sendo assim, o enfoque cai não sobre uma ordem ou instituição, mas sobre o objeto de legitimação que é o filho, considerado legítimo se ele tem paternidade reconhecida (BROWN, 1932).

Desses três enfoques, o terceiro é dispensável para os apontamentos desenvolvidos aqui, ao contrário dos dois primeiros, fundamentais para a construção do conceito, cujo significado é quase plenamente vinculado ao tratamento dado por Weber (1991), principalmente acerca da distinção entre os três tipos puros de legitimidade<sup>2</sup> (OUTHWAITE, 1996, 2006). Porém como apontado por Zelditch (2001), anteriormente a Weber existiu uma ampla discussão sobre a questão, principalmente no escopo da filosofia política, remetendo a ideia, mas não exatamente ao termo, da legitimidade de governos, regimes e decisões políticas. Zelditch

---

<sup>2</sup> Weber (1991) afirma que pode haver três tipos de dominação legítima: (1) racional-legal, baseada na crença da legitimidade das ordens estatuídas; (2) tradicional, baseada na crença cotidiana na santidade das tradições vigentes; (3) carismática, baseada na veneração extracotidiana na santidade, do poder heroico ou do caráter exemplar de uma pessoa.

(2001) faz uma extensa revisão das teorias sobre legitimidade até os dias atuais, destacando as principais obras. Entre essas teorias, aquelas anteriores ao trabalho de Weber podem ser vistas no Quadro 1.

**Quadro 1 – Estudos Anteriores a Weber que se Referem à Legitimidade.**

Ano	Autor	Obra
423 A.C.	Tucídides	História da Guerra do Peloponeso
390 A.C.	Platão	A República
335-323 A.C.	Aristóteles	Política
335-323 A.C.	Aristóteles	Ética A Nicômaco
1517	Maquiavel, N.	Discursos sobre a Primeira Década de Tito Lívio
1532	Maquiavel, N.	O Príncipe
1575	La Boétie, E.	Discurso sobre a Servidão Voluntária
1690	Locke, J.	Dois Tratados sobre o Governo
1762	Rousseau, J. J.	O Contrato Social
1845-1847	Marx, K. e Engels, F.	A Ideologia Alemã
1906	Sorel, G.	Reflexões sobre a Violência

Fonte: Outhwaite (1996, 2006) e Zelditch (2001).

Zelditch (2001) destaca que a legitimidade é um dos mais antigos problemas na história intelectual das civilizações ocidentais, percorrendo cerca de vinte e quatro séculos de discussões. Além de descrever temporalmente o desenvolvimento do conceito, o autor revisa, em primeiro lugar, qual é o fenômeno que as teorias sobre legitimidade tentam explicar, para depois verificar como o conceito é teorizado.

Acerca do que a legitimidade tenta explicar, os primeiros estudos estavam mais interessados em afirmar o que deve ser legítimo do que explicar o que é legitimidade. Contudo há textos de origem grega que apresentam estruturas de pensamento similares ao dos dias atuais, buscando explicar o que é e quais as origens da legitimidade. Essas duas tradições estão presentes em diferentes épocas, sendo apresentadas sinteticamente.

A mais antiga questão sobre a legitimidade tem origem no diálogo Meliano, narrado na *História da Guerra do Peloponeso* por Tucídides (423 A.C./2008). Em poucas palavras, o diálogo trata dos argumentos utilizados por Atenas para submeter a ilha de Melos à sua serventia, justificando tal condição por meio da lei do mais forte. Enquanto isso, os melianos contra-argumentaram, afirmando que a submissão não seria justa, devido à imparcialidade de Melos no conflito entre Atenas e Esparta. Basicamente, a questão acima se relaciona em até que ponto o uso da força é moralmente correto. No entanto ela não entra na questão da legitimidade do poder coercitivo, que é vista nas obras *República* de Platão e *A Política* de

Aristóteles. Como aponta Zelditch (2001), Platão (390 A.C./2000) se utiliza de um argumento puramente normativo para resolver a questão, não contribuindo para o desenvolvimento teórico do conceito, ao contrário de Aristóteles (335-323 A.C./2006), que tenta construir uma teoria sobre a estabilidade política. Na visão de Aristóteles (335-323 A.C./2006), a estabilidade não depende da legitimidade dos governos, mas da capacidade que esses têm de promover uma justa distribuição da riqueza. Assim, aqueles governos que distribuem injustamente sua riqueza tendem a ser instáveis.

A estabilidade dos governos continua sendo um problema central, resgatado muito tempo depois por Maquiavel, no século XVI. Na lógica de Maquiavel (1517/2007, 1532/2002) o poder puro é impotente; sua estabilidade depende da aceitação voluntária, que, por sua vez, depende da legitimidade. Tal argumento é repetido em Locke (1690/2005) e Rousseau (1762/2000), os quais reforçam que somente o consentimento pode garantir a estabilidade dos regimes; todavia tal consentimento depende da legitimidade dos governos. Nessa lógica, os argumentos são propositalmente tautológicos, pois os três autores buscam destacar a relação recursiva entre estabilidade-consentimento-legitimidade. Porém, como aponta Zelditch (2001), mais que simplesmente um jogo de argumentação lógica, o que Maquiavel, Locke e Rousseau querem destacar, mesmo que não diretamente explicitado em seus textos, é o caráter processual e socialmente construído da legitimidade dos regimes.

Como foi visto, em primeira instância, é a estabilidade política que as teorias clássicas sobre a legitimidade tentam explicar, apesar de não ficar restrita nem a ela, muito menos à ciência política, já que na obra *Ética A Nicômaco* de Aristóteles (335-323 A.C./2006) há algo parecido com as teorias contemporâneas sobre justiça distributiva (ZELDITCH, 2001). Com isso, duas teorias sobre a legitimidade se distinguem: uma sobre a justiça distributiva, outra sobre a autoridade. Enquanto a primeira se interessa pelas condições em que atores aceitam a distribuição da riqueza como justa (ADAMS, 1963), a segunda foca as condições em que os atores aceitam a obrigação moral de obedecer a um sistema de poder (BLAU, 1963; DORNBUSCH; SCOTT, 1975; KELMAN, 2001; LIPSET, 1959; WEBER, 1991). Todavia apesar de essas duas teorias focarem diferentes fenômenos, na visão de Zelditch (2001), eles foram conceitualizados de forma muito similar. Como aponta esse autor, todas as variantes de teorias da justiça distributiva envolvem algum tipo de processo de comparação acerca de algum princípio de proporcionalidade, fundamentado em algum tipo de sistema de autoridade.

Além do poder e da distribuição de riqueza, contemporaneamente a discussão sobre a legitimidade emergiu sobre diferentes fenômenos como *status* (BERGER *et al.* 1998; RIDGEWAY; BERGER, 1986), desigualdade (JOST; BURGESS; MOSSO, 2001), processo

judicial (TYLER, 2001), controle social (KELMAN, 2001; MILLS, 1940; SCOTT, M. B.; LYMAN, 1968), protesto social (McCARTHY; ZALT, 1977; OLSON; HAFFER, 2001), mudança social (DAVIS; ZALD, 2005; KELMAN, 2001; SEWELL, 1996), além de qualquer aspecto da estrutura de grupos sociais (BERGER *et al.* 1998; RIDGEWAY; BERGER, 1986; WALKER, 2004; ZELDITCH; WALKER, 2003). Mas o ápice da discussão sobre legitimidade ocorre em Weber, que, mesmo enfocando a legitimidade de domínios, não deixa de ressaltar que ela é um fenômeno social geral.

Enquanto tidas como elemento fundamental de qualquer sistema social, abordagens sobre a legitimidade têm proliferado. De sua concepção original de fenômeno macrosocial (p.ex. teorias sobre a legitimidade de instituições de sistemas sociais), teorias contemporâneas têm ligado o nível macro (p.ex. LIPSET, 1959) aos níveis meso (teorias da legitimidade de grandes grupos e organizações, p.ex. DORNBUSCH; SCOTT, 1975; MEYER; ROWAN, 1977; SUCHMAN, 1995) e micro (teorias sobre pequenos grupos, p.ex. BERGER *et al.*, 1998; RIDGEWAY; BERGER, 1986; WALKER, 2004). Sendo assim, diante da difusão do fenômeno, Zelditch (2001) sugere que a legitimação, em seu caráter geral, refere-se a um tipo de processo auxiliar que explica a estabilidade de uma diversidade de sistemas sociais, podendo ocorrer em qualquer nível e que emerge e se mantém por meio de diferentes processos sociais.

Enfim, em relação a como a legitimidade é explicada, Zelditch (2001) aponta que há duas vertentes puras – uma vê a legitimidade sobre a lógica do consenso, outra sob a dimensão de conflito – e uma terceira que é híbrida das duas, cujo expoente também é Weber. Como teoria de consenso, ela se originou em Aristóteles (335-323 A.C./2006), pontuada mais tarde na obra de Rousseau (1762/2000), e extensamente desenvolvida contemporaneamente por Parsons (1960, 1971). Na visão parsoniana, a relação entre consenso e legitimidade segue a seguinte lógica: primeiro, a aceitação de uma ordem social é voluntária; depois, o consenso é baseado na crença em normas e valores compartilhados tanto por governantes quanto por governados; por consequência, o consenso torna as normas e valores legítimos; por fim, uma ordem social ou política é estável somente se ela é legítima. (ZELDITCH, 2001).

Já a legitimidade fundamentada em teorias sobre conflito tem sua origem em Maquiavel (1517/2007, 1532/2002). Nessa perspectiva assume-se que: (a) a base fundamental da ação e da ordem é instrumental; (b) os interesses reais dos governantes e governados<sup>3</sup> sempre estão

---

<sup>3</sup> Claramente a diferença entre governante e governado também remete à diferenciação de classes nas teorias marxistas, e na diferenciação de níveis hierárquicos nas teorias sobre autoridade. Mantemos o termo original (*rulers* e *ruled*) para ser fiel ao significado do texto.

em conflito; (c) é o poder que torna as regras obrigatórias. Todavia (d) o poder puro não pode fazer que a pessoa aceite a regra como certa; (e) a ideologia é necessária para legitimar as regras, tornando-a correta e mascarando os reais interesses dos superiores e dos subordinados; (f) por fim, o poder é estável somente se legitimado (ZELDITCH, 2001). Diferentemente da visão de legitimidade nas teorias de consenso, como princípio, tal perspectiva entende que os mitos legitimadores são puramente estratégicos, postos em uso pelos governantes, sendo eles fundamentais para a estabilidade da ordem social (MAQUIAVEL, 1532/2002). Seguindo tal princípio, Zelditch (2001) destaca que entre as diversas teorias sobre conflito, a mais influente foi a de Marx e Engels (1845-1847/2004), com sua hipótese sobre a ideologia das classes dominantes. Na visão marxista, a classe dominante controla os meios de produção mental que, por sua vez, produzem ideias que pertencem e interessam à classe dominante. Tais ideias têm a função de ocultar o real interesse da classe dominante, evitando o conflito entre classes. Assim, forma-se uma falsa consciência, que é fundamental para a estabilidade dos regimes, entre estes, o capitalismo.

Como foi visto, é o conflito de interesses, e não o de normas, valores, crenças e práticas que distinguem teoria do consenso e do conflito. A diferença, segundo Zelditch (2001), reside também no método: enquanto teorias sobre conflito pressupõem um observador externo (intelectuais) que informam e delatam aos dominados o real interesse da classe dominante e a existência da falsa consciência, nas teorias de consenso tal observador é inexistente. Além disso, teorias sobre conflito, em geral, assumem que o interesse real dirige o comportamento. Dessa forma, devido a os interesses reais estarem em conflito, o poder é necessário para reprimir qualquer tentativa de revolta objetivando mudar o *status quo*. Em síntese, teorias do conflito e sobre o consenso se distinguem pela orientação instrumental da ação, pela visão de conflito entre interesses e pelo papel do poder na construção de regras.

Além das perspectivas sobre conflito e consenso, Zelditch (2001) aponta uma visão híbrida sobre o fenômeno, mantendo seu caráter dual, sendo esta atribuída a Weber (1947, 1991) e seus seguidores (p.ex. DORNBUSCH; SCOTT, 1975; SCOTT, 2008; WALKER, 2004; ZELDITCH; WALKER, 2003)<sup>4</sup>. Weber (1991), em linhas gerais, entende que a ação pode ser orientada tanto de forma instrumental, quanto de forma substantiva, além de distinguir que a legitimidade, enquanto processo social, refere-se tanto à ordem social, quanto ao sentido subjetivamente dado pelo indivíduo a tal ordem. Por isso podemos entender que tal

---

<sup>4</sup> Zelditch (2001) acrescenta Gramsci (1947/1971) e Habermas (1980) como dois autores da perspectiva híbrida, no entanto eles apresentam muito mais elementos em comum com a perspectiva de conflito do que a de consenso.

perspectiva é mista: a validade de uma ordem social só existe na medida em que ela reflete as crenças e pressupostos dos agentes (uma visão de consenso); mas ao mesmo tempo tais normas são tidas como obrigatórias, havendo a possibilidade de sanção para aqueles que vão contra a norma (uma visão de conflito, já que existe a possibilidade de uso do poder como mecanismo de controle para poder manter a ordem). Tal discussão remete a uma fundamentação mais complexa do conceito, que veremos a seguir.

### **2.1.2 Definição do Conceito de Legitimidade**

Por mais sistemático que seja o esforço de construir uma definição de legitimidade que não a remeta a outros conceitos, ele é, no entanto, parcialmente mal sucedido, pois o conceito é excessivamente complexo, possuindo grande quantidade de definições que competem entre si e que se sobrepõem (DORNBUSCH; SCOTT, 1975). Adicionalmente, como aponta Walker (2004), definições mais diretas e simples como, por exemplo, de determinar algo legítimo simplesmente por estar de acordo com uma lei ou princípio leva a dois problemas: o primeiro é que nem sempre uma lei ou regra é necessariamente legítima (DURAN, 1990) e, como resultado, a legitimidade das condições que são condizentes com essas leis ou regras é suspeita; o segundo problema está na natureza objetivista dessas definições, pois diante da inferência de que algo é legítimo por estar de acordo com um padrão, não fica claro se essa avaliação é de natureza puramente objetiva ou também de natureza subjetiva.

Diante da complexidade e divergência de definições, a maioria dos pesquisadores adota a definição de Weber (1991)<sup>5</sup>, ora complementando-a, ora seguindo-a plenamente. Weber (1991, p. 19) afirma que uma ordem é legítima quando a “ação se orienta (em média e aproximadamente) por ‘máximas’ indicáveis”. Essas máximas ou mandamentos, se entendidos pelo agente como orientados a ele e para ele, são dotadas de significados que condicionam sua ação, principalmente àquelas de ordem racional, orientada tanto para os fins, quanto para os valores. Mas, como qualquer ação, é definida somente na presença de um sentido subjetivamente visado. Como em Weber (1991) essas máximas só são válidas, se são entendidas como tal, há uma tendência de levar a legitimidade ao plano da aceitação subjetiva. A subjetividade, neste caso, não é tida, é claro, como elemento idiossincrático de cada indivíduo, mas como uma espécie de estrutura cognitiva que reflete o pensamento de coletividades. Com isso, na maior parte das definições que seguem Weber, o sentido do termo sempre remete à crença, aceitação e interpretação dos agentes de que algo é tido como

---

<sup>5</sup> Para Ruef e Scott (1998), Weber foi o primeiro grande teórico social que se dedicou à legitimidade.

legítimo (BIERSTEDT, 1987; BLATTER, 2007; DURAN, 1990; LEVI, 2002; OUTHWAITE, 1996, 2006).

Fundamentar a definição de legitimidade em Weber (1991), apesar de diminuir a divergência entre definições, por si só não resolve o problema da complexidade. Por isso Walker (2004) aponta que, para que uma definição teórica de legitimidade seja útil, ela deve tratar a legitimidade como uma avaliação, considerar a origem da legitimidade e levar em conta tanto o caráter objetivo da origem quanto à natureza subjetiva da avaliação. Além disso, como em qualquer conceito discutido por Weber, ele só pode ser compreendido se contextualizado em sua obra. Seu trabalho, bastante sistemático, acompanha um raciocínio claro que leva o leitor, a partir do avanço do entendimento de cada um dos conceitos, a montar um quebra-cabeça conceitual em que as peças são as diferentes definições. Todavia diferentemente de um quebra-cabeça comum, cada ligação entre essas partes ganha um significado próprio além do que já reside em cada uma delas, levando a um emaranhado de construções conceituais. Assim, como em qualquer obra de grande complexidade, alguns elementos não são suficientemente claros e bem definidos, tal como a junção dessas partes não foi deliberadamente explorada.

A partir desses apontamentos, buscaremos construir o conceito de legitimidade não a partir de uma definição geral, mas por meio de um conjunto de definições coordenadas que facilitarão a explicação do fenômeno da legitimidade. Seguiremos esse caminho, a exemplo de Dornbusch e Scott (1975), Walker (2004), Weber (1991) e Zelditch e Walker (2003), porque ele facilita o trabalho de integração de diferentes conceitos em um *corpus* teórico (DORNBUSCH; SCOTT, 1975) que orientará, nas seções seguintes, o desenvolvimento do esquema analítico que guiará a parte empírica deste trabalho. Para tanto, consideraremos outros conceitos fundamentais para seu entendimento buscando subsídios não somente em Weber, mas em outros autores, tomando um escopo mais amplo do que somente o da legitimidade de ordens sociais já que objetivamos entender a legitimação sob uma ótica estruturacionista. Sendo assim, iniciaremos a construção do quadro teórico definindo primeiramente aqueles elementos fundamentais para se compreender o fenômeno da legitimidade, para depois, desdobrar as definições mais pertinentes ao estudo, que serão complementadas, objetivando maior clareza analítica, em pressupostos e condições inter-relacionados.

Inicialmente, merece destacar a importância de se compreender a **ação** humana, especificamente a ação social, fundamental na obra weberiana, já que, para Weber (1991, p. 6), a sociologia, como qualquer ciência social preocupada com a ação, busca explicar os



fenômenos sociais a partir da apreensão da “conexão de sentido a que pertence uma ação compreensível [...], segundo seu sentido subjetivamente visado”. Assim, na perspectiva weberiana, a compreensão dos fenômenos sociais sempre parte da apreensão interpretativa do sentido ou da conexão de sentido – seus motivos ou razões, ligando-os a ação. Com efeito, isso leva a se ter, como interpretação causal desses fenômenos o conhecimento da maneira que a ação se desenrola, ao mesmo tempo que se compreende os motivos que a levaram a ocorrer<sup>6</sup>.

Nessa linha de raciocínio, se a ação é um comportamento dotado de sentido, a **ação social** é aquela que “orienta-se pelo comportamento de outros”, em que esses outros podem ser tanto um indivíduo isoladamente, como qualquer coletividade (WEBER, 1991, p. 13). Porém nem toda ação é uma ação social: somente quando ela faz referência a indivíduos e coletividades, não importando se a orientação é diante de fatos que ocorram no momento da interação ou somente à expectativa de ocorrência.

Na concepção de Weber (1991, p. 15), a ação social pode ser condicionada: (1) de modo racional referente a fins: em face da expectativa quanto ao comportamento dos outros ou de objetos no mundo exterior, em que essa expectativa é usada como meio para atingir algum fim em benefício próprio; (2) de modo racional referente a valores: baseado na crença consciente no valor acerca de determinado comportamento, independentemente de seu resultado; (3) de modo afetivo: guiado especialmente de forma emocional; (4) de modo tradicional: diante de costume<sup>7</sup> arraigado.

---

<sup>6</sup> Como apontado por Giddens (1978), apesar de a definição de ação significativa (a que chamamos de compreensiva) ser correta, ela necessitava de ser complementada. Segundo o mesmo autor, contribuindo especialmente para o maior detalhamento da noção de ação está o trabalho de Schutz (1979). Conforme Giddens (1978), dois elementos não estavam claros na definição weberiana: primeiro, como pode um ator atribuir significado a ação a partir de um comportamento reflexo? Segundo, como o ator vivencia os outros como experiências subjetivas? Acerca da primeira questão, como exposto em Giddens (1978), Schutz afirmava que Weber estava equivocado ao ligar a significação da ação à observação da mesma, pois a maior parte das ações, desde que qualificadas, é interpretada, ou seja, recebe um significado objetivo diante de um contexto de interpretação. Além disso, para Schutz (1979), a ação deve ser equiparada à experiência vivida, que também vai ao encontro de Giddens (1979), que a ação deve ser vista como um fluxo contínuo de condutas. Nessa perspectiva, o sentido da ação, ou como define Schutz (1979) – motivação, só é passível de compreensão do seu por que somente depois que eles já são experiências passadas. Nas palavras do autor, “somente na medida em que o ator se volta para seu passado, e assim se torna um observador de seus próprios atos, é que ele pode captar os ‘motivos por que’ genuínos deles” (SCHUTZ, 1979, p. 126). Já em relação à segunda questão, a compreensão da conduta dos outros pode ser examinada a partir da tipificação dos atores, como apontado pelo próprio Schutz (1979) e, posteriormente, por Berger e Luckmann (2008). De acordo com Giddens (1978, p. 30) “em qualquer encontro cara a cara, o ator traz para seu relacionamento um estoque de conhecimento disponível [...] nos termos dos quais ele tipifica o outro”, antecedendo as formas como esse outro atuará. Esse processo de tipificação, como faz referência à estrutura institucional, será discutido com mais detalhes no decorrer do texto.

<sup>7</sup> Weber (1991, p. 18) define costume como hábito inveterado, em que “o agente de fato se atém, seja de maneira ‘irrefletida’, seja por ‘comodidade’ ou por razões quaisquer”.

Cada um desses quatro **tipos de ação social** refere-se a como a conduta humana é orientada em termos de capacidades universais, independentemente de momento, espaço e cultura, como se fossem traços antropológicos. Todavia diante do processo de racionalização e de desencantamento do mundo, a maior parte da ação humana fundamenta-se basicamente, ora no cálculo utilitário de consequências, ora em valores compartilhados e aceitos (KALBERG, 1980)<sup>8</sup>. Isso leva a enfatizar formas de explicar e interpretar fenômenos sociais a partir das razões da ação, ou nas formas de racionalidade que conduzem a ação humana.

Para Kalberg (1980), pode-se identificar **quatro tipos de racionalidade** na obra weberiana – prática, teórica, formal e substantiva, todas ancoradas nos dois tipos de ação racional: orientada para fins e orientadas para valores. Para esse autor, a tipologia da racionalidade serve para se analisar regularidades e padrões de ação, configurando-se no que o autor chama de **formas de vida** (*ways of life*). Kalberg (1980) argúi que o processo de racionalização da humanidade torna essas formas de vida mais metódicas, calcadas tanto em valores quanto em interesses.

Na tipologia definida por Kalberg (1980), o primeiro tipo de racionalidade, denominado como racionalidade prática, é aquele comum à forma de vida cuja atividade é vista e julgada em relação a interesses individuais puramente práticos e egocêntricos. O segundo tipo, racionalidade teórica, envolve um domínio consciente da realidade por meio da construção de conceitos abstratos. Tida também como racionalidade intelectual, ela envolve qualquer processo cognitivo abstrato, assim como suas diferentes formas de atribuir causalidade às experiências vividas. Já o terceiro tipo, racionalidade substantiva, igualmente a racionalidade prática e, diferentemente da racionalidade teórica, ordena diretamente a ação em padrões acerca de um postulado de valores<sup>9</sup>. Funcionando como um cânone, a racionalidade substantiva conduz a ação diante das intermináveis opções que a realidade possibilita. Por fim, a racionalidade formal refere-se à esfera de vida ou a estrutura de dominação que adquiriram limites específicos somente dentro da industrialização (segundo aponta KALBERG, 1980): esferas econômica, legal, científica e burocrática de dominação. Diferentemente da racionalidade pragmática, a racionalidade formal indica a tendência de se

---

<sup>8</sup> Quando afirmamos que a conduta humana se baseia predominantemente no comportamento racional, não estamos negando a existência de ações tradicionais e afetivas, só enfatizamos aqueles padrões de consciência considerados racionais (*vide* KALBERG, 1980).

<sup>9</sup> Para Kalberg (1980), um postulado de valores (*value postulate*), não é simplesmente um único valor, mas um agrupamento inteiro de valores que variam em compreensibilidade, consistência interna e conteúdo. Nesse ponto, a visão de racionalidade substantiva serve como ligação, no sentido parsoniano, do sistema social com o sistema de valores, sendo tal relação fundamental para o entendimento de como a legitimidade condiciona a ação social.

calcular e resolver problemas rotineiros de acordo com padrões de causalidade em referência a regras, leis e regulamentos aceitos universalmente.

Apesar de os tipos de racionalidade variarem em conteúdo, os processos mentais e as referências utilizadas pelos atores sociais para conscientemente dominar a realidade são comuns para qualquer um dos tipos (DELLAGNELO; MACHADO-DA-SILVA, 2000). Esses processos mentais são de interesse para Weber já que podem ser traduzidos em padrões de ação<sup>10</sup>. Adicionalmente, como aponta Kalberg (1980), fatores sociais e históricos determinam se um tipo particular de racionalidade está fundamentado num processo mental isolado ou em regularidades da ação que se tornaram estabilizadas no processo sociocultural. Em outras palavras, um mesmo tipo de racionalidade pode ser considerado legitimado ou não dependendo de momentos e lugares distintos. Tal entendimento é fundamental para se compreender a repercussão de certas ações no decorrer do tempo, principalmente quando o foco de análise recai no entendimento da legitimidade das ações. Por isso, para entender a relação entre ação, racionalidade e legitimação, precisamos: (1) entender como a ação e a racionalidade estão imbricadas na estrutura social; (2) entender a maneira em que a legitimidade se reproduz e como ela introduz padrões de ação.

### **2.1.3 Ação, Racionalidade e Elementos Estruturais Legítimos**

Como aponta Kalberg (1980), tipos de racionalidade e tipos de ação estão relacionados da seguinte forma: enquanto que as ações orientadas para fins são fundamentadas nos tipos de racionalidade envolvidos diretamente na ação proposital, como a racionalidade prática e formal, ações orientadas para valores têm como base a racionalidade substantiva. Já os processos cognitivos abstratos, que não necessariamente envolvem alguma ação propriamente dita, fundamentam-se na racionalidade teórica.

---

<sup>10</sup> Weber destaca que podem ser observadas regularidades na ação social (padrões de ação), cujo curso de ação repete-se sempre com o mesmo agente ou, em alguns casos, entre muitos agentes (relação social). Entre as ações recorrentes, uma delas, o costume, como definido anteriormente, remete ao comportamento repetitivo sem reflexão, mas, o uso, que é de interesse fundamental para as ciências sociais, é visto como “a probabilidade efetivamente dada de uma regularidade na orientação da ação social, quando e na medida em que a probabilidade dessa regularidade, dentro de determinado círculo de pessoas, está dada unicamente pelo exercício efetivo” (WEBER, 1991, p. 16). Tal definição de uso se aproxima muito da concepção de conduta de Schutz e de prática de Giddens (1979). Assim, mesmo havendo certo tom crítico em Schutz (1979) e principalmente em Giddens (1978) sobre como Weber trabalha o conceito de ação social, entendemos que isso ocorreu principalmente porque os dois autores têm um entendimento mais restrito de ação, muito próximo ao de uso, não por discordâncias conceituais. Podemos por isso a prova comparando a definição weberiana de uso, apresentada acima, com a definição de ação de Giddens (1978, p. 80): “eu definirei ação como a corrente de intervenções causais reais ou observadas de seres corpóreos no processo contínuo de acontecimentos no mundo”. Explicando melhor, atuar de forma regularizada e recorrente remete à prática social como uma série contínua de atividades.

Diferentemente da racionalidade prática, que tem orientação puramente egocêntrica<sup>11</sup>, as racionalidades substantiva, formal e teórica incorporam-se socialmente. Sendo assim, diante de diferentes fatores sociológicos e históricos, elas são institucionalizadas como regularidades normativas da ação dentro de uma ordem legítima<sup>12</sup>: organizações, sistemas de autoridade e de dominação, regimes, tipos de estruturas econômicas, doutrinas éticas e classes sociais (KALBERG, 1980).

Aqui chegamos a um ponto indispensável para a discussão do conceito de legitimidade: a definição do conceito de ordem social e de ordem legítima<sup>13</sup>. Weber (1991, p. 19) entende que toda ação, em especial a ação social e, por consequência, a relação social<sup>14</sup> podem ser orientadas pela existência de uma ordem legítima. Como visto anteriormente, Weber entende que uma ordem é legítima somente “se a ação é aproximadamente ou na média orientada por determinadas máximas ou regras” (WEBER, 1947, p. 124, tradução nossa). Nessa definição, claramente há uma tentativa de adjetivar ordem, que, no caso, pode ser legítima ou não. Por isso, preferimos separar o conceito de ordem do de legitimidade, até porque, como será exposto adiante, substituiremos o termo ordem por estrutura, objetivando maior precisão conceitual, principalmente em relação aos pontos que buscaremos construir nesse quadro teórico.

Ordem, na perspectiva interpretativista, tende a ser entendida como persistência e estabilidade da existência humana. Contudo nessa perspectiva ordem é sempre um produto humano (BERGER; LUCKMANN, 2008). Já na perspectiva funcionalista, uma ordem social requer, por um lado, integração social, e, por outro, alto grau de coerência normativa (PARSONS, 1971). Assim, há uma tentativa clara de ligar ordem à coordenação e à harmonia na sociedade. Sob essa lógica, como o próprio Parsons (1971) afirma, uma ordem normativa

---

<sup>11</sup> Vale destacar que, como em qualquer conceito na obra weberiana, eles devem ser vistos como tipos puros ideais, não necessariamente existindo na realidade social sob essa forma.

<sup>12</sup> Além do termo ordem, existem vários outros que apreendem significado similar. Por exemplo, Dornbusch e Scott (1975) tratam autoridade e ordem como conceitos similares. Já Walker (2004) e Zelditch e Walker (2003) ao invés de usarem autoridade ou ordem, inserem o termo regime, cuja origem está na ciência política (*vide* KEOHANE; NYE, 1977). Giddens já prefere o termo estrutura ao invés ordem. No caso do termo autoridade, ele tende a estar associado a sistemas de dominação, o que lhe dá um significado mais restrito, igualmente as definições mais antigas, como as de Simmel (1950) e Weber (1991).

<sup>13</sup> Kalberg (1980) aponta que o termo ordem (*ordnung*) e ordem legítima (*legitime ordnung*) são difíceis de traçar na obra Economia e Sociedade porque são traduzidos tanto como ordem quanto como norma. Em nosso caso, como apontaremos adiante, utilizaremos o termo estrutura social para designar uma dada ordem social.

<sup>14</sup> Para Weber (1991, p. 16), relação social é “o comportamento reciprocamente referido quanto a seu conteúdo de sentido por uma pluralidade de agentes e que se orienta por essa referência. A relação social consiste, portanto, completa e exclusivamente na probabilidade de que se aja socialmente numa forma indicável (pelo sentido), não importando, por enquanto, em que se baseia essa probabilidade”.

no nível societal é tida como a solução para o problema hobbesiano: de prevenir que os humanos entrem numa guerra de todos contra todos<sup>15</sup>.

As referências feitas acima à ordem social apresentam dois problemas conceituais que têm implicações diretas sobre o entendimento de como se dá o condicionamento da ação social. O primeiro desses problemas é a ênfase dada ao caráter restritivo e coercitivo da ordem sobre a conduta social. Como apontam Blau (1963) e Giddens (1978, 1989), isso ocorre principalmente em Parsons, que exagera no grau em que as obrigações normativas são internalizadas pelos membros de um sistema social. Isso porque Parsons (1960, 1971) entende que as normas que conduzem a atividade humana diária são sempre especificações de valores gerais presentes em estruturas sociais mais amplas. Ao invés disso, na perspectiva que buscamos empreender aqui, entendemos que a produção da vida social é uma realização humana qualificada, em que tal produção não é nem intencionalmente e altamente compreendida pelos atores sociais, uma posição voluntarista, nem totalmente determinada e desconhecida por eles, uma posição determinista (GIDDENS, 1978). Nessa linha de argumentação, em busca de romper o dualismo entre voluntarismo e determinismo, a teoria da estruturação, que estamos utilizando como abordagem para rediscutir o conceito de legitimidade, fundamenta que, ao invés de dualismo, existe uma dualidade entre estrutura e ação, pautando-se em uma ontologia de potenciais. Por **ontologia de potenciais**, entendemos que, ao invés de a produção social ser uma determinação trans-histórica, ela “está voltada exclusivamente para os potenciais constitutivos da vida social: as capacidades humanas genéricas e as condições fundamentais mediante as quais o curso e resultados dos processos e eventos sociais são gerados e moldados numa multiplicidade de maneiras empiricamente discerníveis” (COHEN, I., 1999, p. 402). Diante de tal condição, Giddens (1978, 1979, 1989, 2000) entende que a estrutura social apresenta um caráter dual. Em poucas palavras, a **dualidade da estrutura** significa que a estrutura condiciona a ação social, mas como a própria estrutura só existe a partir da reprodução dos sistemas sociais ela também é fruto da interação em momentos espaciotemporalmente ampliados. Sendo assim, a lógica da dualidade da estrutura possibilitou que os elementos estruturais e institucionais fossem vistos além de sua faceta restritiva e estável, mas como processo em constante mudança – uma durabilidade dinâmica (ROSSONI; MACHADO DA SILVA, 2008).

---

<sup>15</sup> Como apontam Quintaneiro e Oliveira (2002), o problema hobbesiano da ordem social envolve o aspecto utilitarista da ação humana. Para Hobbes, na medida que a lógica utilitária domina a conduta humana, a ordem é extremamente precária. Assim, ela só ganha constância e estabilidade na presença de um fator normativo. Aí reside a solução do problema hobbesiano: “para que possa haver um sistema estável de ação que implique uma pluralidade de indivíduos, deve haver uma regulação normativa do aspecto do poder das relações dos indivíduos dentro do sistema”.

O segundo problema deriva da forma como o conceito de ordem vem sendo tratado. Em muitos casos, ele tende a não ser preciso, ora remetendo à noção de sistema social em si, ora aos elementos estruturais. Segundo Giddens (2000, p. 138), “uma vez que ‘estrutura’ é empregado de forma difusa para fazer referência a um padrão discernível, não é de surpreender que na literatura funcionalista o termo seja empregado com frequência com mais ou menos equivalente a ‘sistema’”. Com isso, não fica claro conceitualmente quais os limites de cada um. A concepção giddensiana, nesse sentido, leva maior precisão ao termo, já que separa conceitualmente estrutura de sistema. Como aponta Giddens (1978, p. 128), sistemas não são estruturas, elas simplesmente possuem estruturas. Dessa forma, pelas razões expostas acima, denominaremos ordem social como estrutura social:

**Definição 1 (Estrutura Social):** conjunto de regras e recursos recursivamente organizados como propriedades de sistemas sociais, marcada pela ausência do sujeito, pela atemporalidade e pela não espacialidade (GIDDENS, 1979).

Para Giddens (1989), uma ordem social é uma ordem virtual na medida em que se equipara à estrutura social. Na lógica giddensiana, “dizer que uma estrutura é uma ‘ordem virtual’ de relações transformadoras significa que os sistemas sociais, como práticas sociais reproduzidas, não têm estruturas, mas antes exibem propriedades estruturais” (GIDDENS, 1989, p. 13). Para esse autor, as propriedades estruturais residem na reprodução de práticas como traços mnêmicos, orientando a ação humana. Entre essas práticas, aquelas que possuem maior extensão espaciotemporal, dentro de totalidades sociais (sistemas) o autor chama de instituições<sup>16</sup>. Entre essas, aquelas que estão mais profundamente enraizadas na conduta social, chegando a maior grau de integração (BERGER; LUCKMANN, 2008), Giddens (1989) entende como princípio estrutural.

Nessa linha de raciocínio, grupos, coletividades ou organizações não são estruturas e nem podem ser considerados como tal. Pelo contrário, eles devem ser vistos como sistemas de interação, que compreendem as atividades diárias humanas, reproduzindo as propriedades estruturais. Assim, objetivando separar estrutura de sistema entendemos:

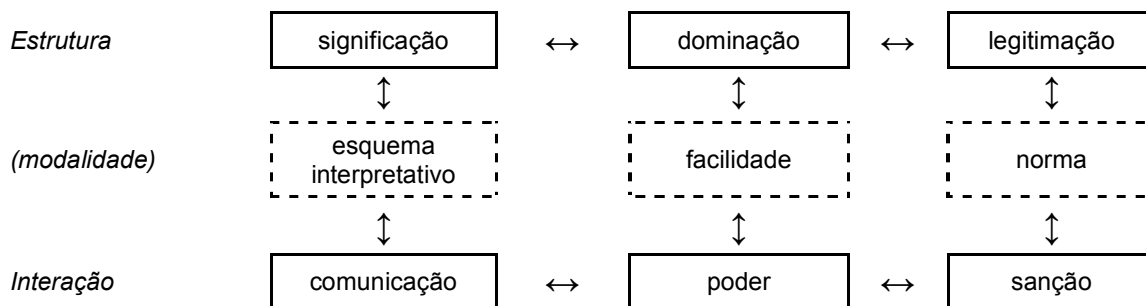
**Definição 2 (Sistema Social):** padronização de relações sociais ao longo do tempo-espaço, entendidas como práticas sociais regulares (GIDDENS, 1989).

---

<sup>16</sup> Giddens (1979) separa instituição de sistema social, entendendo ela como um modo padronizado de comportamento. Para Giddens (1989) elas são os aspectos mais duradouros da vida social, proporcionando solidez através do tempo e do espaço.

Se a estrutura é reproduzida pela dinâmica dos sistemas sociais, o *locus* próprio para o estudo da reprodução social está no processo de constituição da interação (GIDDENS, 1978), como está esquematizado na Figura 1.

Segundo Giddens (1989), a dualidade da estrutura em interação é composta pela associação do domínio da estrutura ao domínio da ação humana por meio de três **modalidades** (categorias intermediárias na figura: esquema interpretativo, facilidade (recurso) e norma, que são responsáveis pela interação entre estrutura e ação (propriedades de interação), relacionando as capacidades cognitivas dos agentes com as características estruturais. As modalidades compreendem o meio concreto pelo qual os agentes fazem uso das regras e recursos em um contexto específico. Como pode ser visto na Figura 1, os três elementos acima (significação, dominação e legitimação) são caracterizações da estrutura e os três elementos abaixo (comunicação, poder e sanção) são os elementos de interação ou da ação humana, nos quais há uma modalidade e uma forma de interação para cada elemento estrutural. Apesar da distinção feita em categorias, no que se reserva tanto a estrutura quanto a interação, Giddens (1978, 1989) afirma que estas distinções são puramente analíticas. Portanto estruturas de significação devem ser apreendidas em conexão com dominação e legitimação, tal como comunicação, poder e sanção.



**Figura 1 – Dualidade da Estrutura em Interação.**

Fonte: Giddens (1989, p. 23).

Com efeito, as três modalidades operam da seguinte maneira: a **comunicação** do significado na interação envolve o uso de **esquemas interpretativos** por meio dos quais os agentes interpretam o que os outros dizem ou fazem. A aplicação desses esquemas depende de uma ordem cognitiva compartilhada pela comunidade que possibilite a incorporação de **significado** por parte dos atores. Enquanto o ator utiliza essa ordem cognitiva, a aplicação dos esquemas interpretativos reconstitui essa ordem. O uso do **poder** na interação envolve a aplicação de **facilidades** ou **recursos** pelos quais os agentes são capazes de gerar resultados, afetando a conduta dos outros. Para Giddens (1989), esses recursos são entendidos de duas formas: (1) **recursos alocativos**, que são os recursos materiais envolvidos na geração de

poder, mais intimamente relacionados ao ambiente natural e a dominação da natureza; (2) **recursos autoritários**: recursos não materiais derivados da capacidade de tirar proveito das atividades de outros, ou seja, o domínio de alguns atores sobre outros. As facilidades tanto se inserem em uma ordem de **dominação**, como na medida em que são aplicadas, reproduzem tal ordem. Por fim, a constituição **moral** da interação envolve a aplicação de **normas**, que são derivadas de uma ordem **legítima**, sendo reconstituída por sua aplicação por meio do uso da **sanção** (GIDDENS, 1978, 1989).

Em suma, para Giddens (1978, p. 131), “as estruturas de significado podem ser analisadas como sistemas de regras semânticas; as de dominação como sistemas de recursos; as de legitimação como sistemas de regras morais [sanções]”, que, em qualquer situação concreta de interação, os membros de dada coletividade usam como modalidade de produção, porém de forma integrada.

Estendendo a explicação da estrutura, Giddens (1989) afirma que ela pode, de forma menos imprecisa, ser entendida como características institucionalizadas (propriedades estruturais) das sociedades. No entanto como o próprio autor aponta estrutura é uma categoria genérica que está imbricada em cada uma dos seguintes conceitos:

***Definição 3 (Princípios Estruturais):** são princípios de organização de totalidades sociais, ou seja, os fatores envolvidos no alinhamento institucional global de uma sociedade (GIDDENS, 1978, 1979).*

***Definição 4 (Estruturas ou Conjuntos Estruturais):** conjunto de regras e recursos envolvidos na articulação de sistemas sociais (GIDDENS, 1978, 1979).*

***Definição 5 (Propriedades Estruturais ou Elementos Estruturais):** são características institucionalizadas (estruturadas) dos sistemas sociais, estendendo-se ao longo do tempo e do espaço (GIDDENS, 1978, 1979).*

Os princípios estruturais, assim como suas conjunturas em sistemas intersociais, representam o nível mais amplo, mais abstrato e mais profundo da análise institucional. Já os conjuntos estruturais estão em um nível intermediário de abstração, sendo deslocados espaciotemporalmente dos mecanismos de reprodução social, envolvendo a especificação das relações de transformação em sistemas sociais distintos. Por fim, os elementos e eixos de estruturação estão mais relacionados às atividades diárias de reprodução. Apesar desta distinção analítica, como aponta Giddens (1989), não existe clara separação entre os três



níveis de abstração das relações estruturais, a não ser pelo grau de generalização e de abstração de cada um deles.

Com a discussão desenvolvida anteriormente e com o desdobramento da definição de ordem em outras definições, que entendemos ser mais coerente para uma lógica estruturacionista, falta relacionar como as propriedades ou elementos estruturais tornam-se legítimos. Para isso, em princípio, tomamos como foco aquelas propriedades estruturais que são tidas como institucionalizadas, experimentadas pelos agentes como realidade objetiva<sup>17</sup> (BERGER; LUCKMANN, 2008), persistentes no tempo e no espaço (GIDDENS, 1989).

As instituições transcendem os indivíduos envolvidos na reprodução de sistemas sociais, mesmo sendo fruto de sua atividade. No entanto diante do distanciamento espaciotemporal da origem de tais instituições a justificativa prática para que tais instituições perdurem não são mais diretamente acessíveis na reprodução do sistema. Nessas circunstâncias, as instituições devem ser interpretadas e repassadas por meio de **fórmulas legitimadoras** presentes na estrutura social. Essas fórmulas, tidas como razões da ação, não perduram em sua dimensão prática ou pragmática, elas só ganham durabilidade quando internalizadas como valores – uma racionalidade substantiva (KALBERG, 1980). Isso porque, como aponta Kalberg (1980), somente a ação orientada pela racionalidade substantiva tem o potencial de introduzir uma forma metódica de vida que condiciona tanto a dimensão racional prática da ação, quanto a dimensão racional formal. Sendo assim, derivamos desse raciocínio a seguinte definição:

**Definição 6** (*Fórmula Legitimadora*): Razão substantiva que justifica, explica e valida as ações no momento da reprodução social.

Tais fórmulas, tidas como razões substantivas, podem variar infinitamente em relação a seu conteúdo, grau de compreensão e de validade interna (KALBERG, 1980). No entanto elas devem ser consistentes e amplas o suficiente para levarem à convicção os entrantes no sistema social. Ademais, também devem ser reconhecidas como uma solução permanente de um problema consistente de dado sistema social, sendo concebidas pelos indivíduos como estoques de conhecimento (BERGER; LUCKMANN, 2008). Diante da reprodução dos sistemas, tais estoques de conhecimento são sedimentados na estrutura social como traços mnêmicos, guiando as ações futuras.

---

<sup>17</sup> Usamos o termo realidade objetiva somente para refletir o termo utilizado por Berger e Luckmann (2008), já que pressupomos que a objetividade é sempre um produto humano, uma realidade intersubjetiva (MACHADO-SILVA; FONSECA; CRUBELLATE, 2005).

Nessa linha de argumentação, se a camada mais diretamente envolvida na reprodução social é o nível das propriedades estruturais, ela é diretamente influenciada por circunstâncias de ordem prática nos momentos de interação no sistema social. Porém tal reprodução não é factual, ela é também condicionada por elementos presentes em níveis estruturais mais amplos por meio das modalidades estruturais e pelas fórmulas legitimadoras. Como essas modalidades ou fórmulas podem variar em grau de coerência e de validade, entendemos que quanto maior o grau de penetração das modalidades e das fórmulas legitimadoras em princípios estruturais mais amplos, maior o grau de legitimação dos elementos e das propriedades estruturais. Isso nos dá o primeiro pressuposto:

***Pressuposto 1:** A legitimidade dos elementos e propriedades estruturais está relacionada com seu alinhamento e sedimentação em princípios estruturais mais amplos.*

O pressuposto acima parte da premissa de que os diferentes níveis estruturais são frouxamente acoplados (GLASSMAN, 1973; MEYER; ROWAN, 1977; WEICK, 1976), já que aceitamos a dualidade da estrutura. Isso significa dizer que o produto da reprodução de sistemas nem sempre está totalmente alinhado com os princípios estruturais, já que admitimos a existência da capacidade de agência dos atores. Com isso podemos ter formas institucionais (elementos estruturais) que estão em maior ou menor grau alinhadas com os princípios estruturais. Sendo assim, propomos que:

***Definição 7 (Elementos Estruturais Legítimos):** Os elementos ou propriedades estruturais, incluindo, normas, valores, crenças, práticas e formas de agir, são considerados legítimos quando aceitos no sistema social (WALKER, 2004; ZELDITCH; WALKER, 2003), ao mesmo tempo que são suportados e justificados pelos princípios estruturais (BERGER; LUCKMANN, 2008; GIDDENS, 1979).*

Na definição acima, acrescentemos que os elementos devem ser aceitos pelo sistema para reforçar que qualquer elemento, para ser considerado legítimo, deve apresentar certa densidade dentro do sistema social (BERGER; LUCKMANN, 2008; GIDDENS, 1979), ou seja, ele deve ser aceito por uma porção significativa dos membros do sistema. No entanto a principal implicação da definição acima é separar institucionalização de legitimação, que são tratadas erroneamente como sinônimos em boa parte da literatura, principalmente a organizacional. Instituições sempre remetem à reprodução de práticas, enquanto legitimidade

relaciona-se com a justificativa e a explicação de tais práticas (BERGER, LUCKMANN, 2008)<sup>18</sup>.

Dando continuidade à argumentação em favor da separação entre legitimação e institucionalização, podemos revisitar Parsons (1971). Segundo esse autor, as bases da legitimação transcendem aspectos contingenciais diretos como influência, interesse e solidariedade<sup>19</sup>, pois são fundamentadas no compromisso com valores sociais mais amplos. Assim, qualquer violação do compromisso com esse conjunto de valores, pressupondo que ele é uma obrigação, acarreta em um ato ilegítimo. Por isso espera-se que a interação em qualquer sistema social seja governada por um conjunto de normas sociais, que condicionam a ação social, tendo, é claro, os valores sociais como pilar dessas normas. Por consequência, quanto mais generalizada for a crença na legitimidade, maior sua influência no comportamento social (PARSONS, 1971).

Tais apontamentos, apesar de estarem dentro de uma lógica funcionalista, não contradizem a forma que é vista a legitimidade dentro da teoria da estruturação, a não ser por seu caráter extremamente restritivo. Fora isso, como foi apontado por Berger e Luckmann (2008), Ruef e Scott (1998) e Weber (1991), ela reflete o mesmo pensamento parsoniano que coerentemente empreendemos aqui: de que podemos dizer que algo ou alguma ordem é legítima somente quando ela se torna um princípio que guia e integra um conjunto de instituições e de práticas sociais.

Isso pode ser explicado por meio do processo de integração de significados das instituições. De acordo com Berger e Luckmann (2008, p. 127), a “função da legitimação consiste em tornar objetivamente acessível e subjetivamente plausível [...]” as instituições. Sendo assim, a integração social e, por consequência, a plausibilidade subjetiva consiste em dotar de sentido a totalidade das ordens institucionais, que chamamos aqui de estruturas, para participantes de diferentes processos institucionais. Isso significa dizer que deve haver um reconhecimento subjetivo de um significado geral por trás dos motivos de qualquer agente no sistema, ao mesmo tempo que tal significado deve fazer sentido para o indivíduo. Adicionalmente, esses autores afirmam ainda que

A legitimação ‘explica’ a ordem institucional outorgando validade cognoscitiva a seus significados objetivados. A legitimação justifica a ordem

---

<sup>18</sup> É claro que, empiricamente, em sua maioria, as instituições são legitimadas, principalmente no mundo moderno, em que alguns princípios são tidos como universais (*vide* BERGER; LUCKMANN; KALBERG, 1980; WEBER, 1991).

<sup>19</sup> Para Giddens (1979) esses elementos mais diretamente ligados à ação, remetem às propriedades estruturais.

institucional dando dignidade normativa a seus imperativos práticos. [...] A legitimação não apenas diz ao indivíduo por que deve realizar uma ação e não outra; diz-lhe por que as coisas são o que são (BERGER; LUCKMANN, 2008, p. 128-129).

Diante do exposto, e resgatando a afirmação do pressuposto 1, subentende-se que, para os elementos estruturais serem legítimos, eles devem apoiar-se em alguma base: os princípios estruturais. Um princípio estrutural existe quando a estrutura institucional apresenta a característica de universo simbólico. Entendidos como “corpos de tradição teórica que integram diferentes áreas de significação e abrangem a ordem institucional em uma totalidade simbólica” (BERGER; LUCKMANN, 2008, p. 131), os universos simbólicos integram os elementos estruturais num quadro de referência global, sendo a matriz de todos os significados socialmente objetivados e subjetivamente reais<sup>20</sup>.

Assim, perante a tentativa de reconstituir o conceito de legitimidade a partir de uma lógica estruturacionista, podemos dizer que temos uma definição teórica útil, no sentido que aponta Walker (2004): temos como base ou **origem** da legitimidade os princípios estruturais; consideramos os elementos ou propriedades estruturais como a dimensão **objetiva**; aceitamos a existência das fórmulas legitimadoras como mecanismos de **avaliação**; por fim, admitimos a natureza **subjetiva** quando apontamos que elas devem ser aceitas no sistema social.

#### 2.1.4 Condicionamento dos Padrões de Ação e Reprodução Estrutural

Sendo a legitimidade uma das dimensões estruturais, podemos vê-la além de seu caráter restritivo e determinista, mas também como fruto da interação social. Assim, é necessário compreender, em primeiro lugar, como ela condiciona os padrões de ação, para depois entender como ela é reproduzida nos sistemas sociais, já que temos a legitimidade como um processo social (ASHFORTH; GIBBS, 1990; BERGER; LUCKMANN, 2008; GREENWOOD; SUDDABY; HININGS, 2002; JOHNSON, 2004, 2006; LAWRENCE; WINN; JENNINGS, 2001; MACHADO-DA-SILVA; FONSECA; CRUBELLATE, 2005; STRYKER, 1994).

Em primeiro lugar, para que a legitimidade condicione o comportamento social, ela tem que ser considerada válida ou vigente. Como aponta Weber (1991, p. 140), é decisivo que “a própria pretensão de legitimidade, por sua natureza, seja ‘válida’ em grau relevante, assim como consolide sua existência e determine, entre outros fatores, a natureza dos meios de

<sup>20</sup> Como aponta Kalberg (1980), para Weber, um corpo teórico pode ser entendido como uma racionalização teórica da racionalidade substantiva: uma racionalização de valores.

dominação escolhidos”. Nesses termos, Weber (1991) entende uma ordem como vigente quando a orientação efetiva por máximas são tidas como socialmente obrigatórias. Assim, seguindo a definição weberiana, como a de outros autores, temos:

**Definição 8 (Validade):** *Um elemento estrutural é considerado válido se, além de suportado e justificado pelos princípios estruturais, ele é tido como norma, direito ou obrigação (DORNBUSCH; SCOTT, 1975; JOHNSON, 2004; WALKER, 2004; ZELDITCH, 2001; ZELDITCH; WALKER, 2003).*

No entanto, como o próprio Weber (1991) aponta, a legitimidade de uma dominação deve naturalmente ser considerada apenas uma probabilidade de, em grau relevante, ser reconhecida e praticamente tratada como tal. É importante fazer esta distinção porque existem situações em que o indivíduo pode guiar-se ou não pela norma, arcando com as consequências, é claro. Contudo além de se guiar ou não por ela ele pode também concordar ou discordar dela. Isso remete a outro ponto, a propriedade da norma, que definimos como:

**Definição 9 (Propriedade):** *Um elemento estrutural é considerado próprio se ele é tido como desejável e apropriado (COHEN, A. C., 1966; DORNBUSCH; SCOTT, 1975; JOHNSON, 2004; WALKER, 2004; ZELDITCH; WALKER, 2003).*

Segundo Dornbusch e Scott (1975), fazer a distinção entre validade e propriedade da legitimidade é importante, pois são dois mecanismos distintos de como a legitimidade opera no condicionamento da ação. Enquanto a validade se refere ao senso de direito, ou de obrigação de agir de certa forma porque existe a expectativa de que todos ajam de dada forma, a propriedade envolve se o agente de fato concorda ou não com a validade na norma.

Adicionalmente, a distinção que Dornbusch e Scott (1975) fazem entre validade e propriedade resolve alguns problemas de ordem conceitual apontados por Blau (1963) e Grafstein (1981) na abordagem metodológica weberiana. Para Grafstein (1981), a concepção de ação de Weber (1991), que é pautada no sentido subjetivamente visado é inconsistente com a noção de tipo ideal, já que essa última é caracterizada não pelo sentido subjetivamente visado, mas pela conduta do agente. Ou seja, em alguns casos, mesmo talvez não sendo a intenção de Weber (1991), a conduta em si e o sentido que é dado a ela estão imbricados em sua obra. Todavia como pode haver um mesmo comportamento com diferentes significados para o agente, assim como um mesmo significado pode levar a diferentes formas de conduta,

a separação entre a noção de aceitação e a de direito ou obrigação ajuda a clarear o relacionamento entre legitimidade e ação.

A distinção entre validade e propriedade não apresenta somente distinções analíticas. Ela também apresenta importantes implicações sobre a conduta dos indivíduos no contexto de interação, como foi apontado por Dornbusch e Scott (1975), Johnson (2004), Walker (2004), Zelditch (2004) e Zelditch e Walker (2003). Entre as duas formas, focaremos a validade para entender o condicionamento empírico por nela residir a explicação do vínculo entre legitimidade, fórmula legitimadora e ação.

Tal relação entre vigência e tipos de ação originalmente foi delineada por Weber (1991). Para esse autor, a vigência legítima é atribuída à ordem em função da tradição, da crença afetiva, da crença racional referente a valores e em virtude de um estatuto válido. Para fins analíticos, adaptamos os elementos apontados por Weber (1991), acrescentando as fórmulas legitimadoras relacionadas a cada uma das vigências legítimas (*vide* Quadro 2).

**Quadro 2 – Vigência da Legitimidade e Referência das Fórmulas Legitimadoras.**

<b>Vigência Legítima</b>	<b>Referência das Fórmulas Legitimadoras</b>
Tradicional	Vigente porque sempre foi assim.
Afetiva	Vigente pela crença afetiva ou estado emocional.
Estatutária	Vigente em virtude da existência de um acordo, regra ou lei.
Racional Valorativa	Vigente por ser reconhecida como válida.
- Racional Valorativa Prática*	Vigente pela crença na utilidade.
- Racional Valorativa Teórica*	Vigente pela crença na racionalidade da explicação abstrata.

\* As duas facetas da vigência racional valorativa foram acrescentadas devido à importância dada, no mundo contemporâneo, à crença na racionalidade prática e à crença na racionalidade teórica (*vide* Stryker, 1994).

Fonte: Adaptado de Kalberg (1980) e Weber (1991).

No Quadro 2, delineamos quatro tipos de vigência legítima: tradicional, afetiva, estatutária e racional valorativa. Cada uma delas apresenta uma referência para as fórmulas legitimadoras, que, como apontamos anteriormente, são as razões de ordem substantiva que justificam as ações. As duas primeiras vigências, tradicional e afetiva, não apresentam referência a uma lógica racional, no entanto condicionam diretamente a ação, tal como são consideradas vigentes porque são tidas como aceitas e permitidas na sociedade (WEBER, 1991). Isso porque, mesmo que no nível da ação elas são tidas como não racionais, existe um suporte social que permite que os agentes atuem de forma emotiva e tradicional: daí a origem de sua vigência. O outro tipo de vigência, fundamentada pela existência de uma lei, estatuto, regra ou regulamento, condiciona diretamente a ação diante da possibilidade de punição ou de retaliação que sua desobediência pode gerar ou por simplesmente haver a crença de que ela

deve ser respeitada (*vide* WEBER, 1991, p. 22). Por fim, a vigência racional valorativa, a única capaz de configurar-se em formas de vida duradouras (KALBERG, 1980), afeta a ação diretamente por meio da crença no valor, não importando sua origem. Dessa vigência, desdobramos mais duas: vigência racional valorativa prática, fundamentada na crença de que a norma, mesmo não sendo passível de comprovação, tem utilidade prática; vigência racional valorativa teórica, baseada na crença na racionalidade de alguma explicação abstrata, principalmente aquelas de natureza dita científica. Fizemos esse desdobramento porque, como aponta Kalberg (1980), os processos formais, teóricos e práticos de racionalização fortemente condicionam o processo de racionalização substantiva na sociedade moderna. Como focaremos neste trabalho as diferentes origens da legitimidade organizacional, ele é pertinente, pois clarifica diferentes formas de orientação das organizações, como anteriormente foi notado por Meyer e Rowan (1977).

Os quatro tipos de vigência legítima, assim como seus diversos desdobramentos, atuam em maior ou menor grau de acordo com a dimensão em que os elementos e propriedades estruturais estão alinhados aos princípios estruturais que garantem sua vigência. Assim, a ação é condicionada em maior ou menor grau diante dessa convergência (ZELDITCH, 2001). Há momentos que uma fórmula legitimadora ganha força em detrimento das demais por causa de tal alinhamento, que pode ser ocasionado por diversos fatores, como, por exemplo, mudanças na estrutura de poder (*vide* GIDDENS, 1978, 1979). Mas, além desse alinhamento estrutural, a vigência legítima, para ser aceita no sistema social, necessariamente deve atender a algumas condições<sup>21</sup>, como apontam Walker (2004) e Zelditch e Walker (2003), sem as quais o pressuposto 1 perde a validade.

***Condição 1 (Densidade):*** Os elementos ou propriedades estruturais devem ser válidos para uma significativa parcela dos membros de um sistema social.

***Condição 2 (Imparcialidade):*** Os direitos e obrigações instituídos pelos elementos ou propriedades estruturais devem ser equitativamente distribuídos entre membros do sistema social.

***Condição 3 (Objetivação):*** Os elementos ou propriedades estruturais devem ser tratados e vistos como se tivessem realidade própria.

---

<sup>21</sup> Como apontam Zelditch e Walker (2003), as condições necessárias não estabelecem a legitimidade, são apenas condições, não causas.

**Condição 4 (Consonância):** *Os elementos ou propriedades estruturais devem estar em consonância com os princípios estruturais.*

A densidade dos elementos estruturais é uma importante condição para a existência da legitimidade porque ela indica aceitação dentro do sistema social (WALKER, 2004), ou, no sentido mais tradicional, aponta para um consenso (PARSONS, 1960, 1971; WEBER, 1991; ZELDITCH; WALKER, 2003). Utilizamos o termo densidade ao invés de consenso pois não queremos enfatizar o caráter determinista em que a legitimidade vem sendo tratada em teorias sobre consenso (*vide* ZELDITCH, 2001), apesar de aceitarmos, em convergência com o que apontam Berger e Luckmann (2008) e Giddens (1979), de que amplo grau de aceitação é necessário para a existência da legitimidade. Evidências empíricas que demonstram como a densidade afeta a legitimação de elementos podem ser vistas na literatura sobre ecologia populacional, evidenciando que a legitimidade das formas organizacionais varia sistematicamente com sua densidade (BAUM; OLIVER, 1996; HANNAN; CARROL, 1992; HANNAN; FREEMAN, 1989; PETERSEN; KOPUT, 1991), e na legitimação da autoridade e do *status* em grupos, como apontado por Berger *et al.* (1998), Massey, Freeman e Zelditch (1997), Ridgeway e Berger (1986) e Zelditch e Walker (2003). Basicamente, a densidade não só aumenta a probabilidade da ocorrência de mecanismos isomórficos (*vide* DIMAGGIO; POWELL, 1983), que ocasionalmente levam à legitimação (DEEPHAUSE, 1996), mas também aumentam o sentido de obrigação por parte dos agentes (WEBER, 1991), diante do aumento do senso normativo ocasionado por ela.

A imparcialidade se refere à alocação equitativa de custos e benefícios acerca dos elementos ou propriedades estruturais. Mais ainda, como aponta Walker (2004), ela indica que os elementos estruturais não beneficiam somente um indivíduo ou um grupo específico, mas sim a todos os membros. Sem essa condição, a legitimidade tende a falhar. Como destaca Kalberg (1980), já que os processos de racionalização em boa parte são fundamentados em interesses individuais, eles falham em legitimar-se na esfera dos valores (KALBERG, 1980, p. 1.173). No entanto vale destacar que a natureza dos sistemas sociais é estratificada. Dessa forma, há diferenciação de prestígio, de posições, de *status*, de desempenho, entre outras formas, que pressupõem tratamento desigual entre membros de diferentes esferas. Todavia tal diferenciação deve ser suportada pela vigência da legitimidade, implicando se aceitar a desigualdade como equitativamente lógica (ZELDITCH; WALKER, 2003). Segundo Della Fave (1980), ordens sociais estratificadas são mantidas por diversos mecanismos, muitos sendo baseados na legitimação da noção de distribuição desigual de recursos. Isso ocorre, de



acordo com Machado-da-Silva, Fonseca e Crubellate (2005), porque se reconhece que o detentor de recursos e de poder os detém porque possui legitimidade, permitindo a sustentação de sua posição. Também existem outras razões que suportam tais diferenças. Ridgeway e Berger (1986) demonstram que a formação do prestígio e do *status* normalmente é suportada pela presença de desempenho superior por parte de alguns membros dos grupos, o que lhes dá a prerrogativa de terem desvios de conduta tolerados pelos membros do sistema (MASSEY; FREEMAN; ZELDITCH, 1997; YOUNTS, 2008).

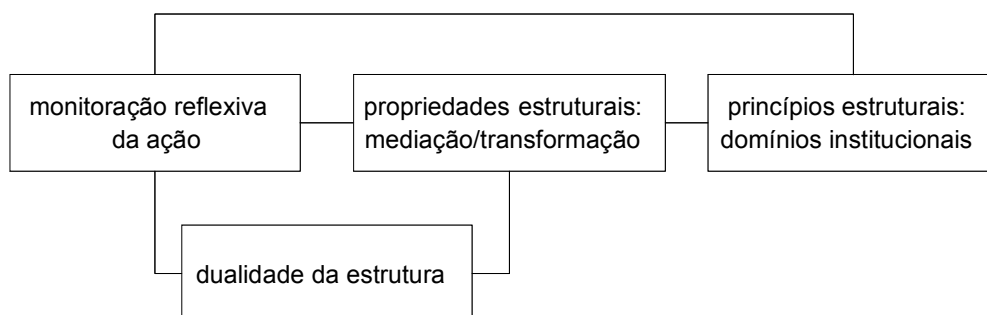
A objetivação do elemento estrutural, de acordo com Berger e Luckmann (2008), se refere ao fato de que os elementos estruturais, enquanto instituições, devem ser vistos como existindo além dos agentes, sendo experimentados como se apresentassem realidade própria. Zelditch e Walker (2003) afirmam que a objetivação é tida como aquilo que é, ao invés de uma opinião pessoal qualquer, publicamente validada pela aquiescência de todos. Na objetivação, as fórmulas legitimadoras têm papel fundamental, pois é por meio delas que os indivíduos justificam sua conduta e, além disso, todos os outros elementos envolvidos na interação ganham sustentação (MASSEY; FREEMAN; ZELDITCH, 1997).

Por fim, a condição de consonância refere-se ao alinhamento entre elementos e propriedades estruturais com os princípios estruturais. De acordo com Ruef e Scott (1998), essa tese está diretamente relacionada ao esquema funcionalista desenvolvido por Parsons (1960, 1971) de que dimensões especializadas dos sistemas sociais, que entendemos aqui como elementos estruturais, devem estar em congruência com o sistema de valores. Todavia, como esses próprios autores apontam, com o advento do novo institucionalismo, há um aumento na ênfase dados aos aspectos cultural-cognitivos em termos de sua consistência com modelos culturais. Dessa nova ênfase, buscamos apontar o relacionamento entre princípios gerais como condição da legitimidade, porque somente por meio dos princípios estruturais é que os elementos estruturais ganham uma justificativa plausível (BERGER; LUCKMANN, 2008) Em outras palavras, a consonância indica a possibilidade de se aplicar um princípio geral em casos particulares, justificando seu uso, sua forma, sua permanência e sua existência (ZELDITCH; WALKER, 2003).

Essas quatro condições em conjunto são pré-requisitos para a legitimação dos elementos estruturais dentro dos sistemas sociais. Algumas dessas condições podem ser ameaçadas em tempos em tempos, o que pode levar a um processo de deslegitimação. Sendo assim, na terminologia que estamos usando aqui, isso implica que o vínculo entre legitimidade dos elementos estruturais e princípios estruturais pode ser afetado por qualquer circunstância

interna ou externa ao sistema. Esse processo pode ser mais bem compreendido por meio da análise da reprodução social.

Para Giddens (1989), a formulação de uma análise institucional, para qualquer tipo de relação estrutural, em qualquer nível, deve ser examinada em condições de reprodução do sistema. Isso ocorre por meio da dualidade da estrutura, que leva ao abandono da dimensão tempo-espço da análise institucional, para compreensão da reprodução social como circuito. Esse circuito envolve a interação entre monitoração reflexiva da ação, elementos e propriedades estruturais e os princípios estruturais, situados no sistema social por meio da dualidade da estrutura. Eles estão esboçados na Figura 2.



**Figura 2 – Circuito de Reprodução Institucional.**

Fonte: Giddens (1989, p. 156).

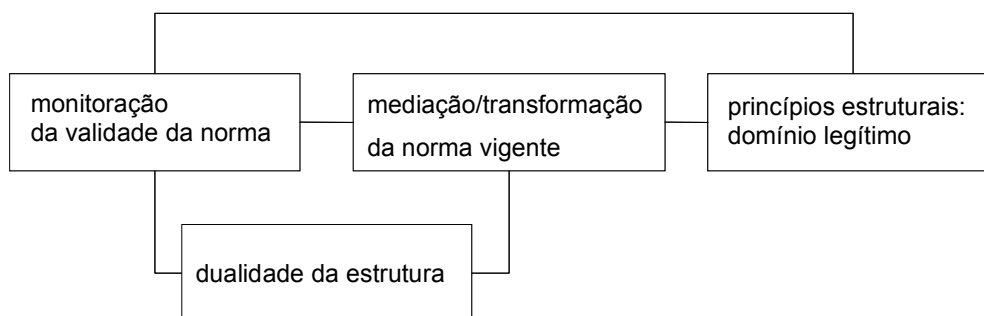
A base da reprodução social é o sistema de interação social, cuja prática social apresenta papel fundamental na teoria. É ele que vincula os aspectos espaciotemporais à dimensão prática da atividade cotidiana. Sendo assim, no circuito de reprodução institucional há, em primeiro lugar, uma relação direta entre a monitoração reflexiva dos agentes em determinado sistema social e as propriedades estruturais, constituindo uma relação histórica. Por **monitoração reflexiva da ação**<sup>22</sup>, Giddens (1979) entende como “o caráter deliberado, ou intencional, do comportamento humano, considerado no interior do fluxo da atividade do agente [...]” (GIDDENS, 1989, p. 304). Ela é importante devido a seu envolvimento profundo na ordenação recursiva das práticas sociais, possibilitando que a reprodução social não seja vista simplesmente como uma continuidade irrefletida, mas como fruto da reflexividade humana.

Em segundo lugar, nesse processo de reprodução a dualidade da estrutura é introduzida, pois esta é tanto meio como resultado das atividades contingencialmente realizadas de atores

<sup>22</sup> Giddens (1979, 1989) usa um modelo de estratificação da ação, para poder separar motivação, razão e monitoração reflexiva para justificar o caráter deliberado da ação social.

situados no contexto de reprodução. Isso significa que as propriedades estruturais ao mesmo tempo que condicionam a ação, são recriadas e interpretadas recursivamente nos sistemas de interação.

Por fim, mesmo sendo a monitoração reflexiva o principal mecanismo de ancoragem da integração social, para Giddens (1989), sua atividade vai muito além de tais situações. A monitoração reflexiva também reproduz os princípios estruturais, reforçando tais princípios tanto na reprodução das propriedades estruturais, quanto na reprodução da dualidade da estrutura. É nesse processo que entra a legitimação dos elementos e propriedades estruturais por meio dos princípios estruturais. Para ficar mais clara essa relação, podemos derivar do circuito de reprodução social de Giddens (1989), um circuito de reprodução da legitimidade, exposto na Figura 3.



**Figura 3 – Circuito de Reprodução da Legitimidade.**

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do circuito de reprodução da institucional de Giddens (1989, p. 156).

No circuito acima, a exemplo do circuito anterior, a base da reprodução social continua sendo a interação social, porém o foco recai sobre o uso da norma enquanto modalidade da interação. Nesse processo, a norma, enquanto válida, é utilizada, mas sempre se levando que os agentes monitoram tal validade, consentindo ou não com seus padrões<sup>23</sup>. Como resultado, a norma pode ser mantida, tal como pode ser transformada. Aí entra a dualidade da estrutura, porque a norma tanto tem função habilitadora/coercitiva no momento da interação, quanto é fruto dela. Por fim, a monitoração da norma, assim como dos outros elementos, está ancorada em um domínio legítimo, que dá suporte à ação no momento da interação.

O modelo de reprodução da legitimidade é importante analiticamente porque ele destaca o papel fundamental que a legitimidade tem na persistência e na mudança das instituições. Como apontam Machado-da-Silva, Fonseca e Crubellate (2005), questionamentos acerca da

<sup>23</sup> Um elemento fundamental para se entender a manutenção e transformação das normas é a propriedade (WALKER, 2004). No entanto seu posicionamento, diante de sua natureza contingencial, não faz parte do modelo de reprodução.

adequação dos elementos estruturais podem impossibilitar a reprodução das instituições vigentes, acarretando em perda da legitimidade. Tal processo ocorre principalmente quando existem múltiplos e imbricados conjuntos estruturais (diferentes regras e recursos) relacionados a um sistema social (STRYKER, 1994) <sup>24</sup>. Com isso sucede-se um novo processo de institucionalização que exige a redefinição dos elementos estruturais e a subsequente relegitimação de tais elementos (JEPPERSON, 1991; OLIVER, 1992; MACHADO-DA-SILVA; FONSECA, 1996a, 1996b; MACHADO-DA-SILVA; FONSECA; CRUBELLATE, 2005).

## 2.2 LEGITIMIDADE ORGANIZACIONAL

Legitimidade é o conceito central do institucionalismo organizacional (CRUBELLATE; PASCUCCHI; GRAVE, 2008; DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008; MACHADO-DA-SILVA; FONSECA; CRUBELLATE, 2005; RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 2008; SUCHMAN, 1995). Sua importância deriva da premissa de que as organizações, enquanto parte do sistema social (PARSONS, 1956), necessitam mais do que recursos técnicos e informação do ambiente, elas necessitam de aceitação e credibilidade (SCOTT *et al.*, 2000).

A origem de tal premissa é predominantemente creditada a Weber (1947, 1991) (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008; DORNBUSCH; SCOTT, 1975; JHONSON, 2006; QUEIROZ; VASCONCELOS; GOLDSZMIDT, 2007; RUEF; SCOTT, 1998; SUCHMAN, 1995). Para Weber (1991), as práticas sociais são orientadas por máximas ou regras aceitas como obrigatórias, que, por sua vez, são tidas como socialmente válidas pelos agentes. Assim, se elas se referem à aceitação das formas de conduta de qualquer ator social, elas podem também envolver as organizações, já que essas são tidas como agentes que atuam dentro de uma realidade social (SCOTT, 2008).

O primeiro autor a relacionar a ideia de legitimidade weberiana no contexto organizacional foi Parsons (1956, 1960). Para Parsons (1956), as organizações são definidas como um sistema social orientado para a realização de uma meta específica, que necessariamente devem contribuir de alguma forma com o sistema mais amplo, normalmente a sociedade. Sendo assim, se elas são tidas como imersas no ambiente social, as organizações

---

<sup>24</sup> Para Stryker (1994), o nome dado à interseção entre diferentes sistemas chama-se transponibilidade (*transposability*), que fora anteriormente definido por Sewell (1992). Esse autor compreende que estender conjuntos estruturais para outras arenas nas quais tais conjuntos não existiam pode criar novos e diferentes conjuntos estruturais. Para Giddens (1989), tal processo se chama integração de sistema. Machado-da-Silva acrescenta um elemento a esse processo de interseção chamado simultaneidade. Para ele, estruturas podem co-existir simultaneamente sem necessariamente integrarem um mesmo sistema social. Nos casos em que tal integração ocorre, há então uma transponibilidade entre diferentes estruturas.

devem ser compreendidas por sua congruência com o sistema de valores de tal ambiente, assim como seu conjunto de crenças, leis e normas. Tal linha de explicação é seguida por Dowling e Pfeffer (1975) e Pfeffer e Salancik (1978), que também destacam a importância da legitimidade para se compreender as organizações. Segundo Pfeffer e Salancik (1978), Parsons nota que, desde que as organizações usam recursos do ambiente, a sociedade constantemente avalia se suas ações são apropriadas e se seus produtos ou resultados são socialmente úteis. Com efeito, para Pfeffer e Salancik (1978) a legitimidade organizacional não é dada: ela é consequência da interpretação das ações a partir de sua comparação com valores socialmente legítimos. Com isso, importantes questões são levantadas: Quem avalia a legitimidade das organizações? Quem tem o direito de avaliar a legitimidade de uma organização? Quais critérios devem ser utilizados para acessar a legitimidade? Quais atividades organizacionais devem ser avaliadas, e quem deve escolhê-las? (PFEFFER; SALANCIK, 1978).

Na concepção de Pfeffer e Salancik (1978), assim como de Dowling e Pfeffer (1975), as respostas a essas questões não se aplicam a todas as organizações. Isso porque, mesmo os autores aceitando que qualquer grupo de interesse, organização ou indivíduo que está em contato com a organização pode avaliá-la, assim como determinar quais são os critérios de avaliação, somente aquelas organizações ou indivíduos que contribuem com recursos, que dão suporte a suas atividades ou que consomem seus produtos devem ser consideradas como relevantes, sob a condição de estas estarem diretamente relacionadas à sobrevivência da organização. Em outras palavras, somente os grupos de interesse dos quais a organização depende podem lhe garantir legitimidade.

Como apontam Deephouse e Suchman (2008), apesar da existência de tal concepção de legitimidade desenvolvida nos meados da década de 50 por Parsons, que fora revisitada por Dowling e Pfeffer (1975) e Pfeffer e Salancik (1978), ironicamente, o novo institucionalismo fundamentou-se diretamente em Weber (1947, 1991). Isso ocorreu basicamente por causa de dois pontos de discordância: o primeiro decorre da divergência entre o institucionalismo e a perspectiva da dependência de recursos sobre a capacidade de manipulação da legitimidade. Como aponta Scott (2008), na perspectiva de dependência de recursos, a legitimidade é tipicamente tratada como um recurso qualquer, diferentemente da perspectiva institucional, que vê a legitimidade como uma condição que reflete a consonância da organização com regras, normas e estruturas cultural-cognitivas. Já o segundo ponto refere-se a divergências entre o novo e o velho institucionalismo. Diferentemente de Parsons (1956), que destaca que a legitimidade organizacional refere-se aos sistemas de valores de níveis mais amplos que o

organizacional, Meyer e Scott (1983) e Scott (2008) apontam que a legitimidade também é socialmente construída por atores locais em situações locais acerca de sua própria interpretação. Nessa perspectiva, isso não quer dizer que sistemas societários e campos organizacionais sejam desacoplados, mas que são frouxamente acoplados. Diante dessas circunstâncias, Meyer e Scott (1983) apontam que aquele conjunto de instituições dentro do contexto imediato das organizações que estão mais relacionados com os sistemas culturais tende a ser mais facilmente legitimado. Basicamente, como apontamos anteriormente, isso ocorre porque aquelas instituições que conseguem se justificar por princípios mais sedimentados em diversos sistemas sociais tendem a ter maior validade (BERGER; LUCKMANN, 2008; GIDDENS, 1989; STRYKER, 1994).

A legitimidade dentro do escopo do novo institucionalismo surgiu concomitantemente ao próprio nascimento da abordagem, com os trabalhos de Meyer e Rowan (1977) e Zucker (1977). Enquanto Zucker (1977) somente menciona a legitimidade em sua discussão sobre persistência cultural, Meyer e Rowan (1977) a tomam como um de seus elementos centrais, juntamente com os recursos, para a explicação da sobrevivência das organizações. Segundo Meyer e Rowan (1977, p. 352, tradução nossa) aquelas “organizações que incorporam elementos racionalizados socialmente legitimados em suas estruturas formais maximizam sua legitimidade e aumentam seus recursos e capacidades de sobrevivência”.

Seguindo os apontamentos de Meyer e Rowan (1977), Meyer e Scott (1983) tratam a legitimidade organizacional tempo depois enquanto conceito, sendo os primeiros a elaborar uma definição:

Entendemos que a legitimidade organizacional refere-se ao grau de suporte cultural de uma organização – a extensão que um conjunto de fatores estabelecidos culturalmente fornece explicações para sua existência, funcionamento e jurisdição [...] Nessas circunstâncias, a legitimidade se refere principalmente à *adequação de uma organização como teoria* (MEYER; SCOTT, 1983, p. 201, itálico dos autores, tradução nossa).

De acordo com Deephouse e Suchman (2008), uma notável característica da definição de legitimidade de Meyer e Scott (1983) é a ênfase dada à dimensão cognitiva. Como destaca Scott (2008), a visão cognitiva da legitimidade pontua que ela se origina da conformação com uma dada situação, estrutura de referência, papel reconhecido ou padrão estrutural. Dessa forma, o ato de adotar uma estrutura que é tida como certa significa buscar a legitimidade que se origina de tal elemento simplesmente porque ele é socialmente aceito. Adicionalmente, a

dimensão cultural-cognitiva enfatizada pelo novo institucionalismo (*vide* DIMAGGIO; POWELL, 1991) aproxima dois elementos não desenvolvidos da concepção weberiana (DORNBUSCH, SCOTT, 1975): a validade e a propriedade dos elementos estruturais, já que essa abordagem pontua que, além de serem socialmente obrigatórios (válidos), os elementos devem ser tidos como desejáveis e apropriados (*vide* COHEN, A. C. 1966; DORNBUSCH; SCOTT, 1975; JOHNSON, 2004; STRYKER, 1994; WALKER, 2004; ZELDITCH; WALKER, 2003), sendo esses últimos socialmente construídos.

Apesar desses apontamentos, o grande desenvolvimento da questão da legitimidade organizacional ocorreu em meados da década de 90, com os trabalhos de Aldrich e Fiol (1994), Scott (1995) e Suchman (1995). Como destaca Zelditch (2004), o institucionalismo organizacional enfatiza que a legitimidade organizacional depende da extensão em que sua estrutura está de acordo com as instituições de seu ambiente. Adicionalmente, esses trabalhos destacam que a legitimidade de uma organização não depende somente do grau de convergência com as instituições do ambiente, mas principalmente com o quanto tais instituições são legítimas (MEYER; ROWAN, 1977; RUEF; SCOTT, 1998). Essas prerrogativas, como apontam Aldrich e Fiol (1994) e Suchman (1995), podem aumentar a capacidade das organizações, potencializando sua capacidade de sobreviver, assim como facilitar o alcance de maiores resultados.

Sob essa perspectiva, Suchman (1995) acabou cunhando a definição mais amplamente aceita de legitimidade organizacional, tanto internacionalmente (*vide*, por exemplo, ALDRICH; RUEF, 2006; ARCHIBALD, 2004; DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008; RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 2008), quanto no Brasil (*vide*, por exemplo, CRUBELLATE; PASCUCCHI; GRAVE, 2008; FREITAS; GUIMARÃES, 2007; QUEIROZ; VASCONCELOS; GOLDSZMIDT, 2007; ROSSONI; TEIXEIRA, 2008). Para esse autor, “legitimidade é a percepção ou pressuposição generalizada de que as ações de uma entidade são desejáveis ou apropriadas dentro de algum sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições” (SUCHMAN, 1995, p. 574, tradução nossa)<sup>25</sup>. Contudo apesar da utilidade da definição um dos principais elementos relacionados à legitimidade perpassa essas discussões sem ser explicitamente definido: o entendimento do que é uma organização

---

<sup>25</sup> Crubellate, Pascucci e Grave (2008), apesar de usarem a definição de legitimidade de Suchman (1995), discordam da forma dicotômica (perspectiva estratégica e institucional) que o conceito é tratado por esse autor. Para esse autores, a legitimidade não deve ser vista como recurso objetivo a ser obtido e utilizado estrategicamente, mas como elemento constituído e constitutivo. Basicamente eles destacam que a legitimidade, além de ser socialmente construída, ela também habilita as ações organizacionais. Tal posição vai ao encontro das definições sob uma lógica estruturacionista que buscamos desenvolver.

legítima. Dessa forma, a partir dos apontamentos feitos sobre a legitimidade organizacional, vinculando-a a perspectiva estruturacionista, propomos que:

**Definição 10** (*Organização Legítima*): *uma organização é considerada legítima quando seus elementos são suportados por princípios estruturais aceitos no sistema social.*

Tal definição incorpora os elementos fundamentais expostos no novo institucionalismo, sem deixar de considerar os aspectos mais amplos que justificam a conduta social dentro de sistemas sociais específicos, que, no caso, são os princípios estruturais. Além disso, ela aceita que as organizações podem sofrer influência da legitimidade em diferentes proporções, podendo variar tanto em grau, quanto que estocasticamente (*vide* Zucker, 1989). No entanto a principal implicação da definição está em separar analiticamente o suporte dado às organizações pela institucionalização de suas práticas, no escopo de um sistema social peculiar, do suporte dado pelas instituições alinhadas globalmente na sociedade (*vide* RUEF; SCOTT, 1998; SEWELL, 1992; STRYKER, 1994). Como afirmam Pfeffer e Salancik (1978), podem-se ter formas organizacionais institucionalizadas sem elas serem necessariamente legitimadas. Ela também remete ao Pressuposto 1, de que o alinhamento e sedimentação dos elementos e propriedades estruturais aos princípios estruturais mais amplos estão relacionados com sua legitimidade.

Aparentemente, entender as organizações legítimas como exposto acima pode levar a uma falsa impressão de que existe uma ênfase na dimensão normativa. O que não é verdade. Como apontado por Berger e Kellner (1981) e Scott (2008), todas as instituições humanas são uma sedimentação de significados sob uma forma objetiva. Sob essas razões, Scott (2008) usa o termo cultural-cognitivo porque reconhece que processos interpretativos internos são sempre condicionados por estruturas culturais externas. Essas estruturas culturais são internalizadas como traços de memória (GIDDENS, 1989), ou seja, como estruturas cognitivas, cuja internalização pode variar de um sistema social para outro.

Em face do exposto, se a legitimidade apresenta variabilidade espaciotemporal, sua compreensão remete a alguns pontos específicos para sua maior compreensão. Entre esses elementos destacaremos alguns de importância fundamental: as dimensões da legitimidade, os objetos, os níveis organizacionais da legitimidade, suas origens e suas consequências para as organizações.



### 2.2.1 Dimensões da Legitimidade Organizacional

Como destacamos anteriormente, na concepção de Weber (1991), a legitimidade pode apresentar quatro tipos de vigência (*vide* Quadro 2): tradicional, afetiva, estatutária e racional valorativa. Os diferentes tipos de vigência legítima, em maior ou menor grau, operam em qualquer tipo de sistema social, sejam eles extremamente amplos como os sistemas mundiais (p.ex. MEYER *et al.*, 1997), ou extremamente reduzidos como os pequenos grupos (p.ex. RIDGEWAY; BERGER, 1986). Todavia na sociedade contemporânea um desses sistemas tende a representar a institucionalização de elementos racionalizados: as organizações formais (MEYER; ROWAN, 1977). Como consequência, a vigência da legitimidade nas organizações tende a ressaltar os aspectos racionais em detrimento das demais fórmulas legitimadoras. Por isso no esquema analítico desenvolvido por Scott (1995), o qual especifica os três pilares das instituições, os aspectos tradicionais e emotivos são excluídos do debate, mesmo sendo mencionados<sup>26</sup>.

**Quadro 3 – Dimensões da Legitimidade Organizacional.**

Autores	Dimensões da Legitimidade			
	Regulatória	Normativa	Cultural-cognitiva	Utilitária
Aldrich e Fiol (1994), Hunt e Aldrich (1996)	<i>Sociopolítica: regulatória e moral</i>		<i>Cognitiva</i>	
Aldrich e Ruef (2006)	<i>Sociopolítica: regulatória e moral</i>		<i>Cognitiva</i>	<i>Aprendizagem</i>
Archibald (2004)	<i>Sociopolítica</i>		<i>Cultural</i>	
Ruef e Scott (1998), Scott <i>et al.</i> (2000), Scott (1995, 2008)	<i>Regulatória</i>	<i>Normativa</i>	<i>Cultural-cognitiva</i>	
Stryker (1994)		<i>Normativa</i>	<i>Constitutiva</i>	<i>Instrumental</i>
Suchman (1995)		<i>Moral</i>	<i>Cognitiva</i>	<i>Pragmática</i>
Zimmerman e Zeitz (2002)	<i>Regulatória</i>	<i>Normativa</i>	<i>Cognitiva</i>	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na realidade organizacional, as diferentes formas de racionalidade, especialmente a instrumental, formal e substantiva, se destacam, configurando-se, segundo Scott (2008), em três bases da legitimidade: regulatória, normativa e cultural-cognitiva. Essas dimensões, como

<sup>26</sup> Scott (2008) perpassa sobre a questão emotiva, mas como uma dimensão do pilar cultural-cognitivo.

foi posto por Ruef e Scott (1998), podem afetar de diferentes formas as organizações, cujos efeitos podem variar de acordo com o alinhamento espaciotemporal. Por causa disso, parte da literatura sobre legitimidade organizacional dedicou-se a delinear-las sob diferentes ângulos, atendo-se principalmente à possibilidade de operacionalizá-las em tipos (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008). As diferentes tipologias sobre as bases da legitimidade organizacional podem ser vistas no Quadro 3. Praticamente todas elas tendem a seguir o enquadramento desenvolvido por Scott (1995), apesar de Aldrich e Ruef (2006), Stryker (1994) e Suchman (1995) apontarem para uma dimensão pragmática da legitimidade organizacional. Mesmo assim elas podem ser entendidas de forma similar.

De forma geral, a base da **legitimidade regulatória** está na conformidade com as regras: organizações legítimas são aquelas que estão legalmente estabelecidas ou estão de acordo com as leis ou regimentos (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000; SCOTT, 1995, 2008). Ou seja, a legitimidade regulatória (SCOTT *et al.*, 2000; SCOTT, 2008), também conhecida como legitimidade sociopolítica regulatória (HUNT; ALDRICH, 1996), ou simplesmente sociopolítica (ARCHIBALD, 2004), é derivada de regulamentos, regras, padrões e expectativas criadas por governos, agências reguladoras, associações profissionais e organizações influentes (ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002). Não somente a elaboração de tais regras fica a cargo de tais agentes reguladores, mas também o monitoramento e a sanção às organizações que fazem parte de determinado domínio (SCOTT *et al.*, 2000). Dessa forma, as organizações, enquanto agentes racionais, buscam responder racionalmente a determinado conjunto de regras, uma racionalidade formal (KALBERG, 1980), diante da possibilidade, por um lado, de punições e sanções caso tais regras não sejam seguidas e, por outro lado, de gozar das prerrogativas que o atendimento a tais regras possa gerar. Adicionalmente, esse atendimento às regras pode ser condicional ao seu grau de legitimidade: se tais regras são tidas como imparciais (*vide* Condição 2) e estão em consonância com os princípios estruturais (*vide* Condição 4), elas tendem a ser mais legítimas.

Já a **legitimidade normativa** (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000; SCOTT, 1995, 2008), também conhecida como legitimidade sociopolítica normativa (ALDRICH, FIOLE, 1994; ALDRICH; RUEF, 2006; HUNT; ALDRICH, 1996), deriva das normas e valores da sociedade ou do ambiente social relevante para o negócio (ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002). As normas especificam como as coisas devem ser feitas, definindo quais meios são legítimos para se atingir a determinados fins; os valores concebem quais padrões são utilizados para comparar e acessar estruturas e práticas existentes (SCOTT, 2008). Sendo assim, uma organização é apropriada e desejada, quando atende a tais normas e valores

(HUNT; ALDRICH, 1996), obtendo uma avaliação normativa positiva da sociedade e de seus *stakeholders* (ALDRICH; RUEF, 2006; SUCHMAN, 1995). Como aponta Suchman (1995), a legitimidade normativa não se refere somente aos benefícios que uma organização possibilita a determinada estância normativa (p.ex., consultorias, associações profissionais, agências de certificação e de classificação, classes de profissionais, entre outras), mas suas práticas são tidas como socialmente aceitas e em consonância com os princípios estruturais (*vide* Condição 4).

Por fim, a legitimidade **cultural-cognitiva** (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000; SCOTT, 1995, 2008), ou simplesmente cognitiva para alguns autores (ALDRICH; FIOL, 1994; ALDRICH; RUEF, 2006; SUCHMAN, 1995; ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002), e constitutiva para Stryker (1994), deriva da conformidade com modelos e padrões socialmente aceitos no ambiente organizacional. Tais padrões são tomados como certos (ALDRICH; RUEF, 2006; CARROL; HANNAN, 1995; HANNAN; CARROL, 1992; HANNAN; FREEMAN, 1989; SCOTT, 2008), cujas características são vistas como parte da realidade, ausente de julgamento, absolutamente necessárias ou inevitáveis (*vide* Condição 3). O modelo cognitivo prevalecente prescreve a visão de mundo e como as ações são feitas. Assim, as organizações são legítimas por seguirem tais padrões tidos como certos. A legitimidade cognitiva indica qual é o jogo, a realidade socialmente construída pela maior parte dos participantes (ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002). Por isso foi a forma utilizada na perspectiva da ecologia populacional para avaliar a legitimidade (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000). Ecologistas populacionais empregaram a densidade de determinada forma organizacional para medir o grau de legitimação (*vide* Condição 1)<sup>27</sup>, entendendo que ela representa a natureza tida como certa da legitimidade (cognitiva). Tal proposição basicamente deriva de Meyer e Rowan (1977), que apontam que a aquiescência a estruturas amplamente aceitas de alto valor cerimonial e a orientações de *experts* torna a posição de uma organização mais favorável.

Além dessas três dimensões, alguns autores delineiam outra dimensão da legitimidade, de ordem mais utilitária. A legitimidade enquanto dimensão instrumental (STRYKER, 1994) ou pragmática (SUCHMAN, 1995) refere-se ao caráter deliberado das organizações em se comportar de forma esperada por sua audiência ou dentro dos parâmetros estabelecidos por alguma esfera reguladora. Tal visão também é muito próxima da dimensão sociopolítica

---

<sup>27</sup> Zucker (1989) faz duras críticas ao trabalho de Hannan e Freeman (1989), apontando que não existe nenhuma evidência que demonstre que a legitimidade está relacionada com densidade. Tais críticas são ponderadas por Scott *et al.* (2000), que usou a densidade em seu modelo, pois eles entendem que ambos os lados estão tanto errados quanto certos.

definida por Archibald (2004), que também ressalta o aspecto utilitário do atendimento das regras, embora o autor ressalte que sua origem esteja nos aspectos regulatórios e não na atitude pragmática em si. No entanto, apesar de presente na literatura, entendemos que a dimensão utilitária da legitimidade, enquanto definição, seja menos precisa analiticamente porque ela se baseia em alguns pontos contraditórios. Em primeiro lugar, ela remete à questão da aceitação de regras estatutárias, que, em nosso entendimento, não importa se isso é feito diante de um cálculo utilitário de consequência ou não, já que a legitimidade reside sempre na dimensão estrutural e não na ação em si. Assim, em relação ao aspecto de atendimento as regras, a definição da dimensão regulatória é mais precisa. Em segundo lugar, definir a legitimidade simplesmente enquanto dimensão pragmática vai de encontro com uma das condições básicas para que a legitimidade impere: a imparcialidade. Se uma organização recebe de forma privilegiada os benefícios de determinada regra ou norma, ela pode ser mal interpretada por sua audiência. Assim, tal ação pragmática pode ser encarada como socialmente inaceitável. Por fim, em terceiro lugar, enquanto símbolo da sociedade moderna, que se pauta na racionalidade instrumental, é esperado que as organizações ajam de forma racional. Dessa forma, as organizações podem justificar suas ações puramente instrumentais simplesmente por sua mensurabilidade. Tal aspecto está em contradição com o elemento anterior; mas como elemento cultural-cognitivo (e não pragmático!) é garantido e suportado pelo sistema de valores da sociedade contemporânea.

Os aspectos ligados à dimensão pragmática da legitimidade, enquanto dimensão instrumental da ação, foram tratados como um problema de aprendizagem por Aldrich e Ruef (2006). Na visão desses autores, as organizações precisam aprender sobre as normas e regras de determinado ambiente organizacional. Sem tal conhecimento, elas apresentam dificuldades em sobreviver, o que não necessariamente está relacionado com a pouca legitimidade de tais organizações. Tal separação é útil, pois como apontam Aldrich e Ruef (2006), há uma tendência de ligar problemas de ordem cognitiva com problemas de aprendizagem de forma equivocada, como, por exemplo, fizeram Aldrich e Fiol (1994). Assim, além de legitimidade, organizações precisam de conhecimento para sobreviver (ALDRICH; RUEF, 2006).

Em adição às dimensões discutidas acima, Zimmerman e Zeitz (2002) adicionam mais uma: a legitimidade originada da indústria. Para esses autores, um tipo de indústria pode ser mais ou menos legítimo, se comparado com outros. Ou seja, podem apresentar grau diferenciado de legitimação, com base na amplitude de aceitação social ou credibilidade que uma população organizacional, em sua coletividade, apresenta. Assim, um novo negócio pode usar os padrões da indústria (suas normas, práticas e tecnologia) e sua credibilidade para

adquirir legitimidade (ALDRICH; FIOL, 1994; HUNT; ALDRICH, 1996; SCOTT, 2001; SUCHMAN, 1995). Tais aspectos, ao invés de se configurarem como uma nova dimensão da legitimidade, podem ser vistos como elementos cultural-cognitivos da legitimidade, já que se relacionam com a aceitação da organização enquanto parte de uma população ou indústria, como também podem ser vistos como elementos normativos, diante de seu alinhamento com normas e valores sociais mais amplos. Portanto entendemos que, ao invés de uma nova dimensão, a indústria se configura como um dos fatores de origem da legitimidade.

Apesar de, por um lado, Deephouse e Suchman (2008) e Scott (2008) entenderem que as diferentes bases da legitimidade devem ser diferenciadas somente de forma analítica, por outro lado, Archibald (2004) incisivamente destaca que elas devem ser separadas em dimensões empiricamente verificáveis porque cada uma delas afeta diferentemente as organizações. Isso remete a possibilidade de se investigar a legitimidade organizacional enquanto uma porção de fatores multidimensionais (ARCHIBALD, 2004; RUEF; SCOTT, 1998), passíveis de serem contrapostos entre si. Sendo assim, com foco nesses fatores multidimensionais, diferentes níveis, objetos, origens e consequências se apresentam.

### **2.2.2 Níveis, Objetos, Origens e Consequências da Legitimidade Organizacional**

Como apontam Aldrich e Ruef (2006) e Ruef e Scott (1998), o processo de legitimação operante na realidade organizacional pode ser considerado em relação a diferentes **níveis** de análise. Basicamente quatro níveis são assumidos: (1) o nível do campo organizacional; (2) o nível da população organizacional, com enfoque tanto dentro, quanto entre populações (*vide* ALDRICH; RUEF, 2006); (3) o nível organizacional; (4) o nível intraorganizacional, envolvendo as subunidades e os aspectos especializados das organizações.

No nível do campo organizacional, que é entendido como uma área reconhecida da vida institucional (fornecedores-chave, consumidores de recursos e produtos, agências regulatórias e outras organizações que produzam serviços e produtos similares, *vide* DIMAGGIO; POWELL, 1983), o foco recai em como sua estruturação por meio dos relacionamentos e dos mecanismos isomórficos afetam a legitimidade do campo como um todo, que, por consequência, afetam a legitimidade das organizações. No nível do campo, pode-se distinguir dois tipos básicos de organizações ou entidades: aquelas que têm como papel primordial avaliar, julgar e punir as ações de outras organizações; e aquelas outras que são avaliadas dentro do campo. Assim, dentro da lógica do campo organizacional, a legitimidade não é tida somente como um problema de avaliação de um conjunto de organizações, mas de como a configuração do campo como um todo condiciona a legitimidade.

No nível populacional, o enfoque recai sobre organizações que exibem determinada estrutura ou forma (CARROL; HANNAN, 1989; HANNAN; CARROL, 1992). Em tal perspectiva, como foi visto anteriormente, a densidade de determinada forma organizacional é tida como indicador da legitimidade cognitiva (*vide* CARROL; HANNAN, 1995; HANNAN; CARROL, 1992; HANNAN; FREEMAN, 1989). No entanto há algumas raras exceções, como o trabalho de Baum e Oliver (1992), que utilizaram o grau de imersão institucional na sobrevivência tanto da população como um todo, quanto das organizações.

No nível organizacional, pode-se destacar a maior parte dos estudos empíricos acerca da legitimidade como, por exemplo, Archibald (2004), Bansal e Clelland (2004), Decker (2008), Deephouse (1996), Lightstone e Driscoll (2008); Rossoni e Teixeira (2008), Ruef e Scott (1998), Scott *et al.* (2000) e Suddaby e Greenwood (2005). Nesse nível, desde que assumidas as organizações como imersas no ambiente social, a legitimidade organizacional pode ser compreendida por sua congruência com os aspectos regulatórios, normativos e cultural-cognitivos.

Por fim, no nível intraorganizacional, o foco recai sobre as subunidades ou funções que ocorrem dentro da organização. Como apontam Ruef e Scott (1998), a natureza especializada e diferenciada das organizações modernas encoraja o desenvolvimento de múltiplas e quase independentes funções organizacionais, cada qual respondendo diferentemente a cada uma de suas demandas. Reciprocamente, a diversidade de demandas ambientais simultaneamente encoraja a diferenciação dentro das organizações. Assim, suas funções especializadas podem ser avaliadas acerca de seu ajustamento com critérios socialmente estabelecidos por atores ligados à organização, independentemente de uma avaliação geral da organização. Dessa forma, cada função da organização pode ter uma audiência específica como, por exemplo, fornecedores, clientes, agências reguladoras, acionistas, funcionários, entre outros, que criam critérios próprios de avaliação.

Diante da diversidade das funções organizacionais, Ruef e Scott (1998) e Scott *et al.* (2000), desenvolveram um esquema de três níveis, agregando diferentes funções de acordo com o tipo de articulação que cada função tem com o ambiente. Para tanto, esses autores definiram cada um dos níveis de acordo com as três formas de articulação das organizações com o ambiente, que fora desenvolvido por Parsons (1956, 1960) e ampliado posteriormente por Thompson (1967). Para Ruef e Scott (1998), a legitimidade organizacional pode ter origem em três níveis: (1) **nível técnico**, responsável por transformar insumos de produção em produtos; (2) **nível gerencial**, que administra e obtém os recursos essenciais para o sistema técnico; (3) **nível institucional**, que se atém ao vínculo da organização com seu

ambiente, buscando assegurar sua sobrevivência e sua legitimidade (*vide* também MEYER; ROWAN, 1977 e SELZNICK, 1971). Cada um desses níveis pode apresentar critérios específicos de julgamento, assim como audiência específica para cada um deles (*vide* RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000), ocasionando em diferentes julgamentos acerca de cada uma das funções da organização. Isso ocorre porque cada função organizacional apresenta um objeto particular de análise, que pode ser interpretado como parcialmente independente de suas outras funções, assim como da organização como um todo.

Como **objeto organizacional**, entendemos aqueles atos, práticas, regras, procedimentos, rotinas, posição, grupo, estrutura, forma, sistema de autoridade ou poder, sistema de governança, corpo de executivos, aliança estratégica, relacionamento, função organizacional, fundador, principal executivo, símbolo organizacional, serviços, programa, ou a própria organização em si, que pode ser avaliado em termos de sua legitimidade (CERTO, 2003; COHEN; DEAN, 2005; DACIN; OLIVER; ROY, 2007; DEEDS; MANG; FRANDSEN, 2004; GALASKIEWICZ, 1985; HIGGINS; GULLATI, 2003, 2006; JHONSON, 2004). Em resumo, qualquer elemento relacionado à organização pode ter sua legitimidade acessada por uma diversidade de audiências. Assim, se objetos podem ser avaliados acerca de sua legitimidade, especificamos a seguinte definição:

**Definição 11 (Objeto Legítimo):** *um objeto é considerado legítimo se ele faz referência, atua em concordância ou representa os princípios estruturais no sistema social.*

Como apontam Deephouse e Suchman (2008), existem termos alternativos à ideia de objeto: Ruef e Scott (1998) o definem como nível, Suchman (1995) como foco e eles próprios o colocam como sujeito. Segundo Deephouse e Suchman (2008), o termo sujeito é mais adequado por ser comum, por refletir a ideia que a legitimidade é socialmente construída, por lembrar que a legitimidade pode ter uma natureza subjetiva e, por fim, que tais objetos não são necessariamente passivos, mas ao invés disso, podem gerar legitimidade (*vide* ASHFORTH; GIBBS, 1995; GREENWOOD; SUDDABY; HININGS, 2002; SUCHMAN, 1995). Contudo mesmo diante dos argumentos do ator preferimos usar o termo objeto por ele já ser visto como definição nas teorias sobre legitimidade (*vide* JHONSON, 2006) e por ele não remeter o caráter voluntarista que Suchman (1995) tenta enfatizar (para críticas, ver CRUBELLATE; PASCUCCI; GRAVE, 2008 e ROSSONI; TEIXEIRA, 2008).

Tais objetos organizacionais são passíveis de aprovação por parte de uma diversidade de origens. Entendemos como **origens** da legitimidade as diferentes audiências internas e externas que observam as organizações, atribuindo-lhes algum tipo de avaliação (RUEF;

SCOTT, 1998), não em função do poder que os avaliadores têm em si (*vide*, por exemplo, PFEFFER; SALANCIK, 1978), mas da autoridade que eles possuem em face de algum aspecto da vida social (MEYER; SCOTT, 1983). Com efeito, apesar de essa definição aparentar um aspecto subjetivista da legitimidade, vale destacar que a legitimidade, enquanto estrutura, implica congruência com “sistemas socialmente construído de normas, valores, crenças e definições” (SUCHMAN, 1995, p. 574), e não com a simples opinião de um estrato social em si. Caso fosse isso, o sentido de legitimidade enquanto princípio vigente e duradouro, que perdura além da cognoscência de atores em sistemas sociais restritos, estaria sendo colocado de lado. O que tal definição pretende ressaltar é que, mesmo sendo fundamentada em um conjunto de princípios estruturais limitado, a legitimidade enquanto estrutura é sempre interpretada e reinterpretada por cada um dos estratos dos sistemas sociais ao qual ela faz referência. Por isso ela tende a apresentar variações, que geram, por consequência, diferentes critérios de avaliação de acordo com os diferentes processos de socialização por quais tais critérios passaram (*vide* BERGER; LUCKMANN, 2008). Dessa forma, perante a estratificação dos sistemas sociais, a legitimidade enquanto dimensão socialmente construída pode apresentar diferentes origens, que, por sua vez, podem também variar em grau de legitimidade, segundo sua aceitação e seu relacionamento com sistemas sociais mais amplos (RUEF; SCOTT, 1998). Nesses termos, temos o seguinte pressuposto:

***Pressuposto 2 – A influência da origem da legitimidade na legitimidade organizacional é condicionada por seu alinhamento aos princípios estruturais e por sua aceitação social.***

Tais origens, como apontam Deephouse e Suchman (2008), Meyer e Rowan (1977) e Scott *et al.* (2000), podem também variar em relação à dimensão e ao nível. Sendo assim, nos casos em que há mais que uma origem da legitimidade, aumenta-se a possibilidade de haver aspectos conflitantes entre as diferentes dimensões e níveis. Isso pode ocasionar: em primeiro lugar, perda de legitimidade para os objetos organizacionais, já que os diferentes parâmetros sociais podem apresentar disposições contrárias em relação à forma de atuar das organizações, (MEYER; ROWAN, 1977; MEYER; SCOTT, 1983); em segundo lugar, um aumento na diferenciação das organizações, já que, diante da multiplicidade de orientações, cada uma delas tenderá a responder de forma diferente a cada uma das pressões (OLIVER, 1991, 1992). Por consequência, a existência de organizações diferenciadas em razão da diversidade de pressões institucionais pode levar a algumas organizações a ganhar mais do que outras no



processo de legitimação, diante de seu posicionamento em relação àquelas origens mais socialmente validadas (ALDRICH; RUEF, 2006; RAO, 1994).

Entre as diversas origens da legitimidade, Deephouse e Suchman (2008) destacam quatro. A primeira delas é o estado, que, por meio de suas diversas facetas regulatórias e normativas, condicionam as organizações a adotarem determinada forma ou conduta sancionada legalmente. Posto isto, organizações que não atendem às determinações do estado e de seus agentes, além do risco de sanções punitivas, podem ser avaliadas negativamente por outras audiências, pondo em suspeita a credibilidade da organização (SANDERS; TUSCHKE, 2007).

A segunda origem é a sociedade como um todo. Como apontam Deephouse e Suchman (2008), o foco em tal origem é comum em estudos sobre difusão de formas e modelos organizacionais (*vide*, por exemplo, STRANG; SOULE, 1998; TOLBERT; ZUCKER, 1983), assim como na abordagem da ecologia populacional (*vide*, por exemplo, CARROL; HANNAN, 1989, 1995; HANNAN; CARROL, 1992; HANNAN; FREEMAN, 1989). Em linhas gerais, tais estudos partem da premissa de que o aumento no número de adoções de determinada forma ou prática organizacional é indicio de legitimação de determinada forma organizacional por meio de mecanismos isomórficos. Há também estudos como os de Arthur (2003) e Ruef e Scott (1998) que consideram as mudanças em sistemas sociais mais amplos como condicionante da legitimidade organizacional, avaliando seu efeito em diferentes momentos.

Já a terceira origem da legitimidade organizacional envolve o papel da mídia. Como sugerido por Baum e Powell (1995) e Dowling e Pfeffer (1975), a mídia é um dos principais indicadores de legitimidade organizacional, o que vem gerado uma quantidade razoável de estudos, como, por exemplo, Abrahamson e Fairchild (1999), Bansal e Clelland (2004), Deeds, Mang e Frandsen (2004), Deephouse (1996, 2000), Pollock e Rindova (2003), Rindova, Pollock e Hayward (2006) e Rindova, Petkova e Kotha (2007). Como aponta Deephouse (1996), a comunicação de massa fortemente sugere que os relatos sobre a organização não somente refletem a legitimidade da organização, mas também influenciam a opinião do público em geral. Dessa forma a mídia apresenta um papel dual, sendo tanto um indicador da legitimidade na sociedade quanto uma origem em si.

Por fim, a quarta e última origem da legitimidade relacionada por Deephouse e Suchman (2008) é aquela vinculada aos laços e relacionamentos organizacionais, como por exemplo, alianças estratégicas (DACIN; OLIVER; ROY, 2007; OLIVER, A. L., 2001), relações corporativas (COHEN; DEAN, 2005; HIGGINS; GULATI, 2003, 2006; SANDERS;

TUSCHKE, 2007), *joint ventures* (DEEDS; MANG; FRANDSEN, 2004), parcerias institucionais (SINGH; TUCKER; HOUSE, 1986), relações com *stakeholders* (CHOI; WANG, 2009) e relações diretas com estâncias de avaliação (CATTANI *et al.*, 2008). Esses estudos partem da premissa de que os relacionamentos são importantes porque uma organização pode legitimar-se por meio dos laços com organizações tidas como legítimas (GALASKIEWICZ, 1985).

O que fica em suspenso sobre as origens da legitimidade é quais delas são relevantes para o desempenho e sobrevivência das organizações. Pfeffer e Salancik (1978) entendem que as organizações, para sobreviverem precisam ser legitimadas somente por aquelas das quais elas dependem – uma perspectiva de dependência de recursos. Por outro lado, a ausência de suporte cultural, mesmo que indiretamente, pode levar às organizações, sua estrutura e suas formas a perecerem diante de qualquer problema relacionado a recursos. Tal fato remete ao último ponto acerca da legitimidade organizacional: as consequências da legitimação.

Por **consequências** da legitimidade entendemos como aqueles aspectos que são condicionados, moderados e mediados pela legitimidade organizacional, alterando a aceitação da organização, assim como suas formas de atuar, suas capacidades em angariar recursos no ambiente, seus resultados e sua sobrevivência. Tais consequências são condicionadas não somente por aspectos ligados à natureza da organização em si (ALDRICH; RUEF, 2006; BANSAL; CLELLAND, 2004), mas também pela própria diferenciação da legitimidade organizacional em dimensões (ARCHIBALD, 2004; SCOTT *et al.*, 2000), origens (ALDRICH; RUEF, 2006; BANSAL; CLELLAND, 2004), níveis (DECKER, 2008; RUEF; SCOTT, 1998) e, principalmente, em relação ao alinhamento estrutural dos elementos aos princípios estruturais vigentes (GIDDENS, 1979; SCOTT *et al.*, 2000; STRYKER, 1994).

Em linhas gerais, a legitimidade afeta as organizações, porque, como apontam Meyer e Rowan (1977), a adoção de elementos considerados legítimos no ambiente organizacional reduz a turbulência e mantém a estabilidade. Como resultado, tal quadro promove o sucesso e a sobrevivência da organização. Isso ocorre porque, ao incorporar elementos legitimados em sua estrutura formal, as organizações aumentam o compromisso dos participantes internos (funcionários, unidades, etc.), assim como de seus constituintes externos (*stockholders*, público, estado, parceiros, etc.), protegendo a organização de ter sua conduta questionada. Nas palavras de Meyer e Rowan (1977, p. 351), a incorporação de elementos legitimados, mesmo que cerimonialmente, “demonstra socialmente a aptidão de uma organização, [...] colocando-a em uma posição favorável”. Assim, empréstimos, donativos, investimentos, credenciais, assim como outros elementos dos quais a organização depende, são mais

facilmente alcançados. Meyer e Rowan (1977, p. 352) ainda apontam que, “independentemente de as organizações produzirem eficientemente, aquelas que estão inseridas em ambientes institucionais altamente elaborados<sup>28</sup>, e que se sujeitam a tornarem-se isomórficas com esse ambiente [vide DIMAGGIO; POWELL, 1983], obtêm a legitimidade e os recursos necessários para sobreviver”. Sendo assim, diante dos apontamentos acima, derivamos o seguinte pressuposto:

***Pressuposto 3:** Organizações que são tidas como legítimas tendem a ter maior possibilidade de sobrevivência e maior capacidade de angariar recursos do que aquelas não legítimas.*

Vale ressaltar que, com o pressuposto delineado acima, não estamos afirmando que exista uma relação linear entre legitimidade e consequências, mas que, enquanto elemento fundamental que suporta a relação entre organização e seu ambiente (MEYER; ROWAN, 1977; PARSONS, 1956), ela condiciona as ações organizacionais e seus resultados diante do impacto que têm na avaliação e na aquisição de recursos. Tal relacionamento entre essas dimensões pode ser dicotômico (ZUCKER, 1989); loglinear (STRYKER, 1994) ou linear (RUEF; SCOTT, 1998), sendo tais relações definidas primordialmente sob as características empíricas a serem avaliadas, atendo-se ao tipo de legitimidade envolvido e ao tipo de consequência que se quer avaliar.

Evidências empíricas de que a legitimidade aumenta a sobrevivência foi comprovado de forma abundante. Como apontam Deephouse e Suchman (2008), a legitimidade avaliada por meio de endosso e de relacionamentos interorganizacionais aumenta taxas de sobrevivência em organizações sem fins lucrativos (BAUM; OLIVER, 1992; SINGH; TUCKER; HOUSE, 1986) e de indústrias criativas como a cinematográfica (CATTANI *et al.*, 2008); já a legitimidade técnica e institucional diminui as taxas de mortalidade de hospitais (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000); e, entre as mais extensas avaliações empíricas realizadas, ecologistas populacionais verificaram que a densidade de formas organizacionais, aceitas como indicador de legitimidade cognitiva, aumenta a taxa de sobrevivência das organizações em diferentes tipos de populações (CARROL; HANNAN, 1989, 1995; HANNAN; CARROL, 1992; HANNAN; FREEMAN, 1989).

---

<sup>28</sup> Recentemente, ao invés de se distinguir o ambiente como técnico e institucional, Scott (2008) os vem tratando como facetas ambientais, pois, como apontam Machado-da-Silva, Fonseca e Crubellate (2005), o ambiente é um só, em que tais distinções são somente analíticas. No entanto não se nega que em alguns campos organizacionais, assim como em alguns níveis da organização, o caráter cerimonial das organizações tem preponderância que aspectos técnicos (*vide* MEYER; ROWAN, 1977; MEYER; SCOTT, 1983; SCOTT *et al.*, 2000).

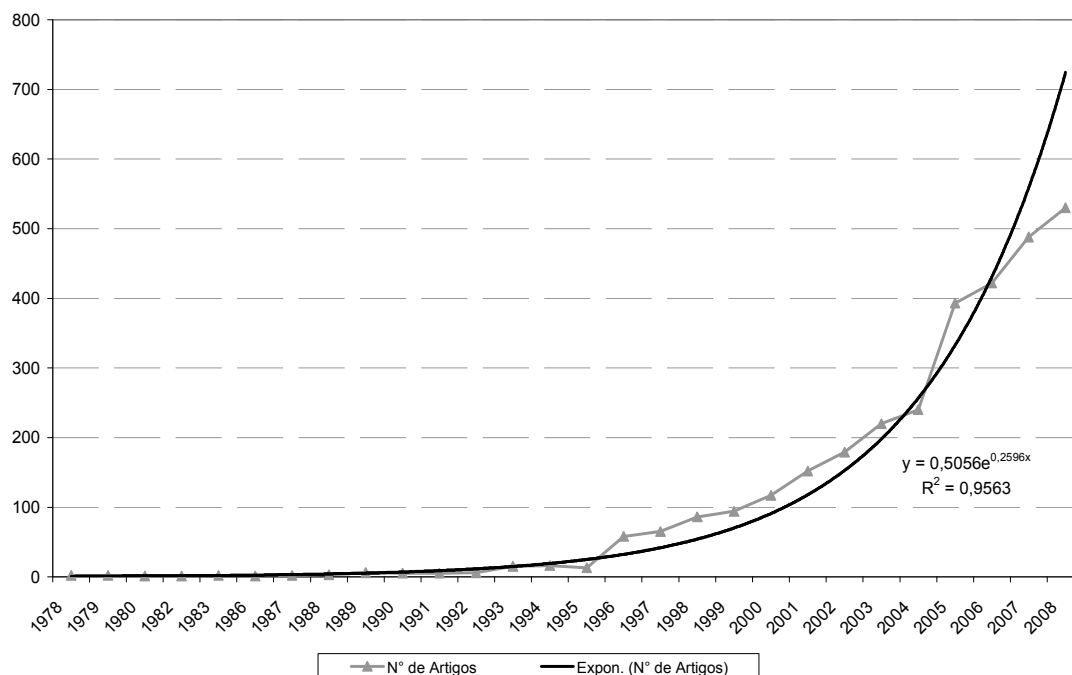
As evidências apresentadas acima foram expandidas para além da sobrevivência organizacional, envolvendo outros tipos de consequências para as organizações, já que se pressupõe que a legitimidade afeta a capacidade da firma em conseguir recursos (MEYER; ROWAN, 1977; PARSONS, 1956; PFEFFER; SALANCIK, 1978). Deephouse e Suchman (2008) destacam que pesquisadores têm desenvolvido e testado hipóteses sobre como vários tipos de legitimidade afetam a *performance*, que, por sua vez, é avaliada de diversas formas como, por exemplo, oferta inicial pública de ações (*IPO*) (BELL; MOORE; AL-SHAMMARI, 2008; COHEN; DEAN, 2005; DEEDS; MANG; FRANDSEN, 2004; HIGGINS; GULATI, 2003; 2006; POLLOCK; RINDOVA, 2003), preço das ações (ZUCKERMAN, 2000, 2004), desempenho financeiro (CERTO; HODGE, 2007; CHOI, J.; WANG, 2009; ROBERTS; DOWLING, 2002), risco (BANSAL; CLELLAND, 2004; CERTO; HODGE, 2007), retirada do negócio (DECKER, 2008) e suporte dos *stakeholders* (CHOI; SHEPERD, 2005).

Diante dos apontamentos acima, principalmente acerca daqueles que buscam relacionar a legitimidade organizacional à diferenciação das organizações em circunstância de sua capacidade de sobreviver, de angariar recursos e, por conseguinte, de apresentar desempenho diferenciado, primeiramente apresentaremos no próximo capítulo os fundamentos básicos sobre o campo da governança corporativa, objeto desta tese, para somente depois apresentar a conjectura teórica e as hipóteses de pesquisa que guiarão a parte empírica deste estudo.

### 2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O INSTITUCIONALISMO

Um dos principais interesses do institucionalismo organizacional é entender a difusão de práticas organizacionais, assim como sua incorporação em diferentes campos organizacionais (GREENWOOD; SUDDABY; HININGS, 2002). Entre uma diversidade de práticas que vem se difundindo ao redor do mundo (*vide*, por exemplo, difusão de programas de gestão da qualidade em ABRAHAMSON; FAIRCHILD, 1999; de certificação ISO em BECK; WALGENBACH, 2005 e GULER; GUILLÉN; MCPHERSON, 2002; de padrões acerca de relações contratuais em LOUNSBURY, 2007; de padrões de elaboração de relatórios financeiros em MEZIAS 1990, 1995 e MEZIAS; SCARSELLETTA, 1994) uma vem ganhando especial projeção em função de sua emergência enquanto possível solução para recorrentes escândalos e crises corporativas (OECD, 2004), fomentando uma grande quantidade de estudos em diferentes disciplinas (*vide* Figura 4): a difusão de práticas de governança corporativa (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; AGUILERA;

JACKSON, 2003; CAPRON; GUILLÉN, 2009; ENRIONE; MAZZA; ZERBONI, 2006; LA PORTA *et al.*, 1998, 2000; TEMPEL; WALGENBACK, 2008; ZATTONI; CUOMO, 2008).



**Figura 4 - Desenvolvimento do Campo da Pesquisa em Governança<sup>29</sup>.**

Fonte: Elaborada pelo autor, a partir de dados da base Scopus (2009).

Em coerência com a perspectiva institucional por nós adotada, entendemos que práticas organizacionais são “ações sociais regularizadas e recorrentes que continuamente constroem e reconstróem a organização como um sistema social espaciotemporalmente delimitado” (ALBUQUERQUE FILHO; MACHADO-DA-SILVA, 2009, p. 632). Especificamente, por práticas de governança corporativa, entre uma diversidade de definições (*vide* Quadro 4), seguimos Davis (2005), que opta pela definição de Blair (1995, p. 3), que a observa como “todo o conjunto de meios jurídicos, culturais e arranjos institucionais que determina o que as empresas de capital aberto podem fazer, quem pode controlá-las, como seu controle é exercido, e como os riscos e retornos das atividades das quais são responsáveis são alocados”. Adicionalmente, entendemos que tais práticas, enquanto institucionalizadas, apresentam conteúdo normativo, que por sua vez podem ter papel legitimador.

<sup>29</sup> A pesquisa na Base Scopus foi realizada no dia 5 de outubro de 2009 e compreendeu os artigos publicados na base *Social Sciences and Humanities*. Buscamos artigos que apresentassem o termo *corporate governance* no título, ou no resumo, ou nas palavras-chave.

**Quadro 4 – Definições de Governança Corporativa.**

<b>Estudo</b>	<b>Definição</b>
Bertucci, Bernardes e Brandão (2006)	Conjunto de políticas e práticas orientadas para diversos objetivos, dentre os quais dar maior visibilidade e transparência às decisões empresariais, minimizando os potenciais conflitos de interesses entre os diferentes agentes das organizações e aumentando o valor da empresa e o retorno do acionista.
Blair (1995)	Todo o conjunto de meios jurídicos, culturais e arranjos institucionais que determina o que as empresas de capital aberto podem fazer, quem pode controlá-las, como seu controle é exercido, e como os riscos e retornos das atividades das quais são responsáveis são alocados.
Capron e Guillén (2009)	Compreende a atribuição de direitos e obrigações entre as partes interessadas da empresa, incluindo acionistas, gestores, trabalhadores e outros com participação na empresa.
Carvalho (2002)	Mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Governança corporativa é o conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência.
Cioffi (2000)	Nexo de instituições definida por leis corporativas, normas reguladoras do mercado financeiro e leis trabalhistas.
CVM (2002)	Conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.
Fiss (2008)	Relacionamentos explícitos e implícitos entre a corporação e seus constituintes, tão quanto o relacionamento entre esses grupos de constituintes.
Fligstein e Freeland (1995)	Organização social de firmas e de seus relacionamentos com o ambiente, incluindo suas relações com o estado.
IBGC (2009)	Sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle.
OECD (2004)	Envolve o conjunto de relacionamentos entre a gestão da companhia, seus conselheiros, seus acionistas e seus <i>stakeholders</i> . A Governança Corporativa também provê a estrutura por meio dos quais os objetivos da firma são realizados, assim como determina as formas de atingir os objetivos e de monitorar seus resultados.
Roe (2005)	Os relacionamentos no topo da firma - o corpo de diretores, os gestores e os acionistas.
Shleifer e Vishny (1997)	Trata das formas pelas quais os investidores asseguram o retorno do seu investimento.

Legenda: Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Diferentemente da maior parcela de práticas organizacionais, as práticas relacionadas à governança corporativa envolvem a esfera institucional da organização (*vide* esquema de níveis desenvolvido no capítulo anterior, fundamentado em PARSONS, 1956), já que seu conjunto de decisões envolve aspectos estratégicos e institucionais (SELZNICK, 1971), focando primordialmente as necessidades ambientais, tanto como as relações com *shareholders* (acionistas da corporação, também conhecidos como *stockholders*) e

*stakeholders*<sup>30</sup> (DAVIS, 2005). Sendo assim, o *locus* da governança corporativa é o topo da firma e seu sistema de decisões estratégicas (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006; ROE, 2005), assim como todas as formas de controle e coordenação que a alta gerência emprega em sua esfera de atuação (FISS, 2008).

Como prática organizacional, um aspecto fundamental da governança corporativa é a divisão de autoridade entre o conselho de administração (*board*) e presidência executiva (*Chief Executive Office - CEO*), por um lado, e dos acionistas (*stockholders*), por outro (ROE, 2005), o que remete à separação entre propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1932/1991), tal como na divisão do trabalho entre diferentes níveis de gestão da corporação (CHANDLER, 1962; 1990; FLIGSTEIN; FREELAND, 1995). No entanto como diferentes partes atuam com papéis distintos no processo decisório das grandes organizações, principalmente aquelas de capital aberto, um problema básico de interdependência entre esses papéis gera o que os economistas chamam de problema da agência (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976), que, por consequência, também aumenta os custos de transação (WILLIAMSON, 1975, 1985, 1994, 1996).

Na concepção econômico-contratual das organizações<sup>31</sup> (COASE, 1937; FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976; WILLIAMSON, 1975, 1985, 1994, 1996), uma firma, ao invés de ser definida por sua função de produção – uma visão clássica, ela é tida como uma entidade cuja vocação é coordenar um emaranhado de contratos, objetivando redução de custos de transação, entre eles os custos de agência. Nesta perspectiva, uma relação de agência é definida como “um contrato entre uma ou mais pessoas (o principal) engajando outra pessoa (o agente) para exercer algum serviço em seu lugar, envolvendo a delegação de alguma autoridade para a tomada de decisão por parte desse agente” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308). Dessa separação entre propriedade (acionistas da organização) e agência (executivos) que surge o problema da relação entre principal e agente, pois ela sempre vai gerar algum tipo de custo para o primeiro. Para Jensen e Meckling (1976), os custos da agência são formados por: (1) gastos oriundos da necessidade de se monitorar o agente; (2) o custo de intermediação do agente; (3) a perda residual. Por perda residual, esses autores

---

<sup>30</sup> Segundo R. E. Freeman (1984), *stakeholder* é qualquer indivíduo ou grupo que possa afetar, ou que seja afetado pelas ações de determinada organização, o que, segundo esse autor, auferir direito legítimo a esses grupos sobre a organização.

<sup>31</sup> Para Jensen e Meckling (1976), colocam a firma como um emaranhado de contratos e, como tal, veem a empresa como uma ficção útil.

entendem como a redução experimentada pelo principal por causa da divergência entre agente e principal<sup>32</sup>.

Diante da presença de tais custos, principalmente aqueles originados da atitude oportunista de alguns agentes (SHLEIFER; VISHNY, 1997; ZATTONI; CUOMO, 2008), para reduzi-los, companhias, assim como diferentes agentes do mercado, buscam proteger seus investimentos, tal como garantir seus direitos por meio de práticas de governança corporativa (EISENHARDT, 1989; SHLEIFER; VISHNY, 1997), partindo da premissa que exista uma solução eficiente para tal problema. Todavia entendendo que mercados assim como organizações, nunca apresentam uma disposição totalmente eficiente, já que, como estruturas sociais (FLIGSTEIN; DAUTER, 2007), estão imersos em arranjos institucionais e legais mais amplos, o resultado de tais práticas de governança são altamente contingentes (AGUILERA; JACKSON, 2003; FISS, 2008). Por isso para se compreender como as práticas de governança corporativa são incorporadas em mercados distintos, é necessário compreender cada uma de suas dimensões, assim como destacar o papel de cada uma das instituições envolvidas no processo.

### **2.3.1 Dimensões da Governança Corporativa, Legitimidade e suas Instituições**

Enquanto sistema que governa as relações da corporação, principalmente em volta de seus três principais atores (acionistas, executivos e conselho de administração), práticas de governança envolvem duas concepções de relacionamentos entre esses atores, configurando-se em duas dimensões: uma vertical, outra horizontal (ROE, 2005). Como aponta Roe (2005), a dimensão vertical ocorre entre executivos e acionistas minoritários, cuja propriedade é dispersa, não havendo nenhum acionista dominante (modelo norte-americano e britânico de propriedade). Assim, o foco da governança é garantir que executivos e conselho de administração atuem de acordo com os interesses dos acionistas, além de, é claro, serem suficientemente competentes para gerir a organização (BERLE; MEANS, 1932/1991). Como isso não ocorre por vontade própria dos agentes (executivos e conselheiros), há uma série de artefatos e mecanismos institucionalizados que regem as relações entre eles e o principal, neste caso, os acionistas minoritários (*vide* BLAIR, 1995; DAVIS, 2005; FISS, 2008; FLIGSTEIN; FREELAND, 1995; LEAL, 2004; ROE, 2005; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Já a dimensão horizontal das relações de governança ocorre quando há um acionista dominante

---

<sup>32</sup> Saito e Silveira (2008) fazem uma interessante discussão sobre a importância do trabalho de Jensen e Meckling (1976) para a área de governança corporativa, assim como revisam o estudo de Moreck, Shleifer e Vishny, que pioneiramente analisam empiricamente o esquema proposto por Jensen e Meckling (1976).



que potencializa o atendimento de seus interesses em detrimento dos anseios dos acionistas minoritários (modelo europeu, asiático e latino americano). Nessas circunstâncias, o principal objetivo de mecanismos e instituições relacionadas a práticas de governança é interromper ações autointeressadas do controlador.

A diferenciação das relações entre acionistas, conselheiros e executivos nas duas dimensões apontadas acima ocorre porque diferentes fatores culturais, políticos, jurídicos e institucionais de maior amplitude condicionam a adoção de práticas de governança nas companhias de capital aberto (AGUILERA; JACKSON, 2003; FLIGSTEIN; CHOO, 2005; FLIGSTEIN; FREELAND, 1995). Em face desse condicionamento, em ambientes institucionais onde a proteção aos direitos dos acionistas é pequena, existe uma tendência de a estrutura de propriedade ser mais concentrada (LA PORTA *et al.*, 1998), o que leva a os sistemas de governança apresentarem uma forma horizontal, enquanto em ambientes em que a proteção aos acionistas é maior, há uma tendência de pulverização das ações, diluindo a propriedade.

Pelo indicado acima, fatores institucionais e sociais mais amplos condicionam sistemas e práticas de governança. Portanto outra dimensão é apontada no institucionalismo organizacional e na sociologia econômica: práticas de governança, além de resolverem problemas entre agente e principal, elas fundamentalmente devem ser tidas como legítimas na sociedade (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; ROE, 2005; WESTPHAL; ZAJAC, 1998). Isso porque, como ressaltam Jones e Goldberg (1982), existe uma expectativa de que as corporações atuem de uma maneira socialmente responsável ou tida como legítima. Assim, uma visão estritamente econômica acerca das práticas de governança tende a ser questionável, mesmo ainda que boa parte do discurso sobre governança corporativa confunde-se com o de financeirização das organizações, havendo prevalência da lógica instrumental financeira sobre as demais (GRÜN, 2003).

Em face do exposto, a definição de práticas e códigos de governança não tem um papel somente relacionado à eficiência dos mercados, mas também tem um papel legitimador (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; ROE, 2005). Por trás desse papel está um ideal de justiça distributiva, (*vide* ZELDITCH, 2001 e capítulo anterior sobre origens da legitimidade), em que acionistas minoritários, assim como outros *stakeholders* desfavorecidos pelas instituições vigentes, buscam justificar maior controle sobre acionistas controladores e gestores das organizações, respaldados por meio da moralidade de tais ações, mesmo que somente ainda restritas na esfera econômica (GRÜN, 2003 também entende essa questão de forma parecida).

Williams e Findlay (1984) vão mais além à análise da legitimação enquanto ideal de justiça distributiva, relacionando-a com o desenvolvimento histórico e social da sociedade ocidental, mais especificamente a anglo-saxônica. Nas palavras dos autores:

As the notion of modern, democratic, representative government evolved, so did the institutional embodiment of associated human activity that might be identified as 'the enterprise' or 'the corporation'. [...] Even into the first part of the 19th century it was not considered justifiable to create corporations for any purpose not clearly public in nature; each application was considered by itself and if favorable was followed by a legislative act of incorporation. By the 1880s, however, most American states had adopted general incorporation laws that permitted the incorporators, rather than the legislature, to define their own purposes, in the pursuit of which they were accorded privileges respecting their financial and fiduciary status.

The old corporate finance texts tell us that the advent of the maturing stages of the industrial revolution made it necessary for the modern corporation to come into being. Large sums of money were required to finance the development of the vast resources that the earth had provided for us, and by the turn of the 20th century the great era of 'finance capitalism' was well underway. This era coincided with the growing democratization of governmental bodies and the crystallization of modern concepts of representation. To an increasing extent, the legitimacy of social systems depended on their being representative of the interests of the participants in the system, and the basis of the legitimacy of the modern corporation in the United States and Great Britain was similarly situated" (WILLIAMS; FINDLAY, 1984, p. 23).

A partir de tal apontamento, esses autores fazem uma interessante analogia sobre as grandes corporações americanas: a constituição legal de uma corporação torna-se uma república em miniatura, os acionistas são os eleitores, os conselheiros são o poder legislativo, promulgando políticas gerais, buscando compromissar os executivos com sua realização. O judiciário é desnecessário. Nessa concepção, acionistas têm funções diferentes, em que os primeiros não interferem diretamente nas decisões dos segundos, a não ser, é claro, por meio de revisões constitucionais. Assim, como os acionistas não podem atuar diretamente na organização, muitas vezes sem direito de voto, o que lhes restam é buscar mecanismos pautados em princípios socialmente legítimos para garantir seus interesses.

Em um primeiro momento, esses interesses restringem-se a uma concepção econômica das organizações, como pode ser visto ao se analisarem os códigos de boas práticas de governança corporativa (*vide* Quadro 5), que, em poucas palavras, apontam para a maximização do valor da organização, que, por sua vez, desdobra-se em aumento da riqueza dos acionistas (POUND, 1995).

**Quadro 5 – Definição de Boas Práticas de Governança.**

<b>Estudo</b>	<b>Definição de Boa Governança</b>
Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004)	Os códigos de boa governança são um conjunto de 'melhores práticas' sobre o comportamento e a estrutura do conselho de administração de uma empresa.
IBGC (2009)	As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.
OECD (2004)	A boa governança corporativa deve fornecer os incentivos adequados para o conselho de administração alcançar os objetivos que são de interesse da companhia e de seus acionistas, além de dever facilitar o acompanhamento de forma eficaz.
Zattoni e Cuomo (2008)	Os códigos de boa governança podem ser considerados um conjunto de melhores práticas relativas ao conselho de diretores e outros mecanismos de governança.

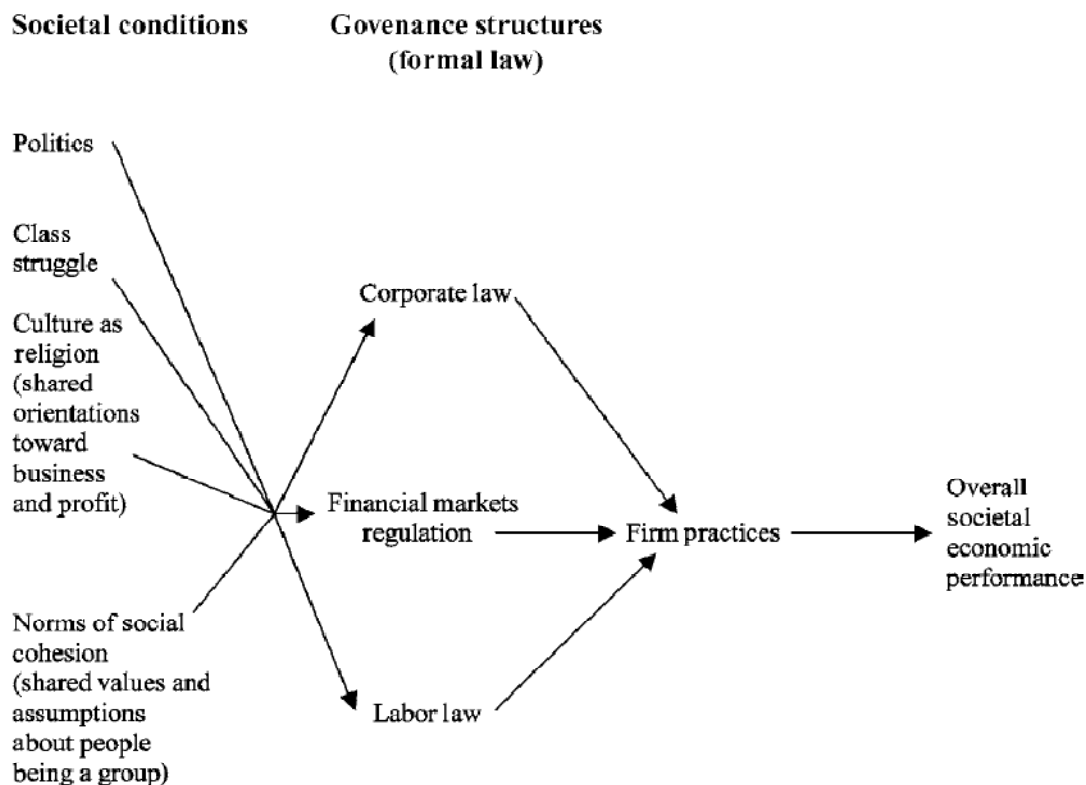
Fonte: Elaborado pelo autor.

Porém se observarmos os princípios que regem tais práticas de governança, que, como qualquer prática, apresentam um conteúdo normativo, nitidamente há uma tentativa de se expandir os interesses dos entes mais fracos das relações corporativas para um senso de igualdade entre acionistas minoritários e controladores, por um lado, e entre acionistas e gestor, por outro. Por exemplo, códigos de boas práticas de governança internacionalmente disseminados como o da OECD (2004), apontam pelo menos três princípios básicos que se relacionam com a ideia de justiça distributiva: transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*) e prestação de contas (*accountability*), cujos preceitos foram seguidos por códigos de boas práticas de governança também no Brasil (*vide* IBGC, 2006, 2009). De acordo com Borgerth (2007), o princípio de transparência almeja a obtenção de informações relevantes e não confidenciais de forma clara, tempestiva e precisa, incluindo-se entre essas, informações de caráter não financeiro. Como destaca essa autora, além de ser apontado no código de melhores práticas do Brasil (*vide* IBGC, 2009 e versões anteriores), tal princípio é regido no país pelo Artigo 157 da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) e pela Instrução nº 358 da CVM. Já o segundo princípio, equidade, segundo o IBGC (2009), caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os acionistas, assim como das demais partes interessadas (*stakeholders*). Nesta concepção, atitudes ou políticas discriminatórias, sob

qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis. Como aponta Borgerth (2007), esse princípio é regulamento pelos Artigos 147, 154 e 156 da Lei 6.404/76. Por fim, o terceiro princípio, prestação de contas, refere-se ao fato de que os agentes de governança (sócios, administradores – conselheiros de administração e executivos/gestores –, conselheiros fiscais e auditores) devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões (IBGC, 2009), assim como justificar sua eleição, remuneração e desempenho (BORGERTH, 2007). Tal princípio é regido pelos Artigos 153 e 155 da Lei 6.404/76.

A aceitação dos princípios de governança pelas organizações indica conformidade a padrões de conduta legitimamente aceitos (ENRIONE; MAZZA; ZERBONI, 2006). Entendendo esses três princípios como mecanismos, nas palavras de Grün (2003, p. 140), “a boa governança corporativa seria o instrumento que propiciaria a deflagração de um ciclo virtuoso. Transparência nos procedimentos contábeis e administrativos da empresa de capital aberto e respeito aos direitos dos acionistas minoritários são as bases de sustentação da nova institucionalidade.” Na mesma linha de raciocínio, Stanfield e Carrol (2004, p. 363) apontam que “o poder [das organizações] é exercido legitimamente quando ele é empregado dentro dos limites das regras e normas dominantes, isto é, quando ele é empregado de forma transparente [...]”. Contudo, tais regras e normas dominantes não são ditadas simplesmente por aspectos relacionados à eficiência da gestão das corporações, nem o quanto eficientes são as regras de governança corporativa. Como foi apontado anteriormente, elas envolvem aspectos culturais, políticos e institucionais de cada sistema social (NORTH, 1990), que condicionam a configuração das práticas de governança assim como sua legitimidade (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004), mesmo perante uma tentativa de homogeneização de tais práticas ao redor do mundo (GUILLÉN, 2000).

Na concepção de Fligstein e Freeland (1995), as práticas de governança mundialmente disseminadas, quando incorporadas nos mercados nacionais, apresentam uma nova configuração que é função de três fatores: grau de industrialização da economia; papel do estado em regular os direitos de propriedade e as regras de cooperação e competição entre firmas; e o papel das elites nacionais. Mais tarde, Fligstein e Choo (2005), expandiram tal concepção em um esquema analítico (*vide* Figura 5) para se compreender como tais fatores afetam as estruturas de governança, que, por sua vez, impactam nos resultados econômicos de países e organizações.



**Figura 5 – Modelo Institucional de Relação entre Fatores Sociais, Leis e Governança Corporativa.**

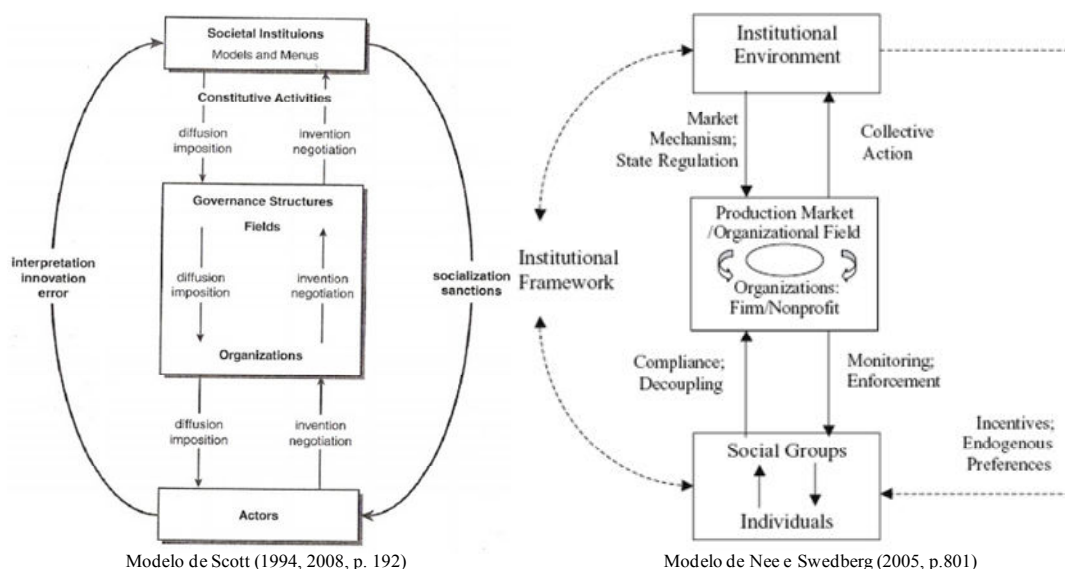
Fonte: Fligstein e Choo (2005, p. 68).

De acordo com o modelo institucional proposto por Fligstein e Choo (2005), as condições sociais (políticas, luta de classes, cultura religiosa e normas de coesão social) condicionam os elementos estruturais de governança (leis corporativas, regulamentação dos mercados, leis trabalhistas), que, por sua vez, afetam a adoção de práticas organizacionais (práticas de governança), tal como tem efeito na eficiência das firmas. Para esses autores, as condições políticas não envolvem somente o tipo de sistema político (democracia ou ditadura), mas se relacionam também com a tradição legal e jurídica do país. Por exemplo, a literatura aponta que se o tipo de sistema jurídico, se consuetudinário (*common law*) ou positivo (*civil law*), afeta a proteção aos direitos dos acionistas minoritários (LA PORTA *et al.*, 1998, 2000). Já as lutas de classes são relevantes porque elas consideram o quanto o conflito entre proprietários e trabalhadores afeta as relações de propriedade, o desenvolvimento dos mercados financeiros e as leis trabalhistas. Por sua vez, a cultura religiosa tem um papel importante na estruturação da governança porque afeta diretamente os limites da aquisição e geração de riqueza pelas corporações. Por fim, outro aspecto fundamental é o conjunto de crenças e pressupostos acerca das relações entre indivíduos em

grupos sociais, o que diretamente está relacionado com o grau de confiança nas relações (BACHMANN, 2003) e com a imersão social das corporações (GRANOVETTER, 1985).

O modelo institucional de Fligstein e Choo (2005) é muito similar a outros modelos do institucionalismo organizacional (SCOTT, 1994, 2008) e do novo institucionalismo na sociologia econômica (NEE; SWEDBERG, 2005) (*vide* Figura 6). A principal diferença está na ênfase dada às estruturas sociais intermediárias, os campos organizacionais, que se configuram como a arena onde as formas e práticas organizacionais são disseminadas, que, em nosso caso, é o sistema no qual as práticas de governança realmente atuam.

Tais modelos consideram o condicionamento de instituições sociais mais amplas, mas também aceitam o caráter socialmente construído das relações estruturais nos sistemas sociais. Assim, considerando as relações corporativas como uma das dimensões relacionais do campo organizacional das grandes corporações, algumas instituições peculiares a esse campo se destacam, assegurando a reprodução de práticas de governança corporativa. Como ressalta Roe (2005), tais instituições definem quais são as obrigações sociais das organizações, além de atuarem como condutores (*carriers*, segundo SCOTT, 2003, 2008) das formas como os atores organizacionais respondem a tais obrigações, assim como regem o posicionamento desses atores no campo.



**Figura 6 – Modelos Institucionais da Teoria das Organizações e da Sociologia Econômica.**

De acordo com Roe (2005), a governança corporativa, enquanto prática social, apresenta um conjunto de instituições. Por instituições da governança corporativa entendemos como uma espécie de sistema de disposições financeiras sobre as corporações, de amplitude global, dos quais seus dispositivos combinam-se para orientar os executivos e as organizações

sobre como gerar valor para os acionistas (DAVIS, 2005). Tais instituições são apontadas a seguir: o mercado; o conselho de administração; transparência na informação e seus *gate-keepers*; coalizões de acionistas; sistema de compensação de executivos e conselheiros; profissionalismo e normas de conduta; legislação corporativa; estrutura de capital; sistema de gestão de falências.

**Mercados.** Segundo Roe (2005), o mercado é a mais importante instituição da governança corporativa. Sob uma lógica institucional, ele pode ser entendido como campo organizacional (DIMAGGIO; POWELL, 1983; NEE; SWEDBERG, 2005; SCOTT, 2008), já que é a esfera reconhecida pelas organizações como referência de ação. Para esse autor, há três mercados centrais: o mercado produtivo, o mercado de capitais, e o mercado de trabalho executivo, todos eles importantes porque fornecem os recursos necessários para a sobrevivência, crescimento e gestão das organizações. Os três tipos condicionam as práticas de governança, contudo como os mercados sempre são imperfeitos, além de não apresentarem informação suficiente sobre a operação das organizações, outras instituições relacionadas à governança corporativa podem suprir sua ineficácia de controle. Isso não inviabiliza, é claro, a necessidade das organizações em legitimar seu papel no mercado, principalmente no mercado financeiro, já que há poucas evidências de que práticas de governança afetem a esfera produtiva das organizações (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; FLIGSTEIN; FREELAND, 1995).

**Conselho de administração.** Em sistemas verticais de governança corporativa (com acionistas pulverizados), o conselho de administração é fundamental, pois é ele que defende o interesse dos acionistas (principal) na organização, cobrando dos executivos (agente) que eles atuem de acordo com os interesses dos *shareholders*. Já em relações horizontais de governança, em que o acionista majoritário controla o conselho de administração, a influência e autoridade do conselho diminuem, tendendo a gerar maiores custos de agência para acionistas minoritários (FAMA; JENSEN, 1983; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Em ambos os tipos, mas por diferentes razões, grande parte do conteúdo normativo das boas práticas de governança existe em função de garantir que o conselho atue de forma efetiva, não somente de forma figurativa. No caso de sistemas verticais, o foco incide sobre a necessidade de os executivos atuarem de acordo com os interesses dos acionistas e não motivados por necessidade própria; em sistemas horizontais, o principal papel do conselho é defender os acionistas minoritários do oportunismo do controlador (normalmente por meio de conselheiros externos, não diretamente ligados à gestão da organização). Vale ressaltar que o conselho de administração, uma instituição de várias décadas, vem apresentando mudanças

em sua forma de atuar, já que legisladores e investidores apontam que boa parte das contravenções na gestão das empresas de capital aberto ocorre quando esses são omissos. Por exemplo, depois de crises em grandes corporações americanas como a *Enron* e *Worldcom*, o congresso norte-americano estabeleceu a Lei Sarbanes-Oxley em 2002, apontando regras mais rígidas para o funcionamento do conselho.

**Transparência na informação e *gate-keepers*.** Acionistas, assim como o mercado, precisam de informação segura sobre a organização para poder precificar os papéis da companhia. Tal instituição está relacionada principalmente com os mecanismos formais de prestação de contas das organizações, entre eles as normas contábeis, nas quais existe a expectativa de que essas informações sejam confiáveis, e que sejam divulgadas de forma que não privilegie nenhum membro da organização. Além disso, espera-se que organizações de capital aberto disponibilizem voluntariamente qualquer tipo de informação relevante para o mercado (princípio do *disclosure*), já que elas são fundamentais para que eles funcionem de forma eficiente (FAMA, 1970, 1991). Tais informações apresentam alguns *gate-keepers* (guardiões da norma), membros externos às organizações, que são responsáveis pela fidedignidade das informações, como, por exemplo, advogados, contadores, analistas de risco, auditores, agências de financiamento e diretores externos. Tais *gate-keepers* não apenas fornecem informação sobre a saúde das organizações, fomentando a base para a tomada de decisão dos agentes financeiros, mas também certificam que tais informações reflitam a realidade. Por isso, em boa parte dos países, suas responsabilidades são regulamentadas legalmente para evitar desvios de conduta (*vide* LA PORTA *et al.*, 1998).

**Coalizões de acionistas.** Em situações onde a propriedade da organização está dispersa, uma alternativa para que os acionistas tenham maior controle sobre as ações dos executivos, evitando-se principalmente comportamentos oportunistas, é por meio da coalizão (ROE, 2005). Uma das formas de coalizão existente é denominada *takeover* (tomada de controle da organização). Operações de tomada de capital (*takeover*) ocorrem quando uma organização (companhias, investidores institucionais, governos, fundos de pensão, entre outros) adquire o controle de uma organização por meio da troca ou compra de ações da companhia alvo da tomada de capital, podendo ocorrer de forma amigável, ou, em alguns casos, de forma hostil. Ações de *takeover* são comuns quando a organização objeto da tomada de capital apresenta desempenho insatisfatório (ROE, 2005), ou quando há movimentos de fusões e aquisições em determinadas populações organizacionais ou contextos nacionais (CAPRON; GUILLÉN, 2009; DECKER, 2008). Mesmo nessas circunstâncias, a aquisição do controle corporativo por meio do *takeover* pode acarretar em problemas de legitimidade, principalmente entre aquelas



aquisições que ocorrem de forma hostil. Por isso boa parte das nações apresenta algum tipo de lei ou regulamento que limitam a possibilidade de *takeover* (LA PORTA *et al.* 1998; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; ROE, 2005; *vide* GORGA, 2004, para análise da regulamentação sobre *takeover* no Brasil). Outra forma de coalizão ocorre por meio de investidores institucionais. Esses investidores possuem grande influência no mercado por reunirem grandes somas de capital de terceiros, adquirindo o direito de representá-los perante conselhos das organizações nas quais investem. Com assento garantido no conselho de administração dessas companhias, eles têm o direito de condicionar diretamente a ação dos executivos, monitorando suas ações. Além da influência direta no controle das organizações, investidores institucionais têm seus próprios analistas de mercado, recomendando ou não organizações para investimento, cuja opinião é considerada por outros investidores. Por isso, executivos e conselheiros tendem a seguir diretrizes instituídas por esses investidores. A busca de um lugar no assento do conselho das companhias é também uma estratégia utilizada por investidores individuais, por meio do *blockholding* (aquisição de grande parcela de ações que garantem o direito a assento no conselho). Dessa forma, com sua posição garantida, *blockholders* podem efetivamente fazer com que os executivos atuem de acordo com os seus interesses (BETHEL; LIEBESKIND; OPLER, 1998). Todas as formas de coalizão apontadas acima também são efetivas em estruturas horizontais de governança. Nesses casos, em que proprietários exercem o papel de executivos, ter maior participação no conselho diminui as chances do executivo proprietário ter um comportamento autointeressado (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

**Sistema de compensação de executivos e conselheiros.** Além do controle direto feito por meio de representantes de acionistas no conselho de administração, outra prática institucionalizada de governança corporativa, que objetiva alinhar executivos, conselheiros e interesses dos proprietários, é o sistema de remuneração de executivos e conselheiros. Segundo Roe (2005), o funcionamento de mecanismos de remuneração é simples: como boa parcela de remuneração dos executivos é feita por meio de opções de ações da organização em que trabalham, se elas se valorizam, executivos ganham mais dinheiro. Tal mecanismo de incentivo é simples, pois considera como interesse do acionista a valorização da companhia e das ações. No entanto, como aponta Roe (2005), ele tem suas limitações: nada garante que eles realmente motivem os executivos a gerar sempre mais riqueza, até porque a racionalidade do agente é sempre limitada (SIMON, 1979). Além disso, outros tipos de ganhos não pecuniários originados da posição de controle da organização podem ser tão atrativos quanto ganhos pecuniários (JENSEN; MECKLING, 1976). Por fim, bom retorno médio das ações

nem sempre significa bom desempenho, pois seus resultados normalmente são considerados na média e não em relação ao setor de atuação (BEBCHUK; FRIED; WALKER, 2002; JENSEN; MURPHY, 1990). Mesmo assim, há fortes indícios que executivos que aumentam o valor da companhia são mais bem remunerados que os de companhias com fraca valorização (AGGARWAL; SAMWICK, 1999; CHOWDHURY; WANG, 2009; MURPHY, 2002; WADE *et al.*, 2006).

**Profissionalismo e normas de conduta.** Os mecanismos de compensação consideram somente o aspecto utilitarista da relação dos executivos e conselheiros com as companhias. Valores, crenças, e qualquer tipo de atributo social e psicológico são deixados de lado. Todavia o comportamento dos executivos considera também o senso de se fazer um trabalho bem feito. Além de dinheiro, eles buscam reconhecimento pelo trabalho, assim como necessitam de aprovação social. Para Roe (2005), essas normas envolvem a dimensão profissional da governança corporativa, que, mesmo condicionando em grande escala as práticas organizacionais por meio do isomorfismo normativo (*vide* DIMAGGIO; POWELL, 1983; SCOTT, 2003, 2008), pouco se buscou entender como elas afetam as organizações.

**Legislação corporativa.** Instituições legais não só determinam as regras do mercado financeiro e corporativo, como também condicionam como se configuram as práticas de governança corporativa e a estrutura de propriedade (FLIGSTEIN; CHOO, 2005; FLIGSTEIN; FREELAND, 1995; LA PORTA *et al.*, 1998, 2000). Regras jurídicas têm o poder de coibir ações fraudulentas e irresponsáveis dos executivos e conselheiros, pois esses podem ser processados por seus atos, cujo fruto de tal processo pode ser pesadas multas, como desapropriação de seus bens (ROE, 2005). Instituições legais também podem explicar a diferenciação das práticas de governança internacionalmente (FLIGSTEIN; CHOO, 2005; ZATTONI; CUOMO, 2008). Por exemplo, La Porta *et al.* (1998) demonstram que em países onde existe pouca proteção aos investidores, assim como aos acionistas minoritários, tende a haver uma estrutura de propriedade mais concentrada (sistema horizontal). Contudo mesmo considerando aspectos culturais nacionais, na visão de La Porta *et al.* (1998, 2000), tais aspectos são tidos como epifenômenos, já que em suas análises, assim como de alguns institucionalistas econômicos (p.ex. NORTH, 1990; WILLIAMSON, 1994, 1996), desconsidera-se o caráter socialmente construído das normas jurídicas, tal como as estruturas de dominação vigentes em cada sociedade (GIDDENS, 1979) e seus grupos de interesse (GRÜN, 2003; HENISZ; ZELNER, 2005). Outro aspecto relevante em se considerar sobre as instituições legais é a consequência de sua ausência: sem meios jurídicos suficientemente válidos para garantir os direitos dos investidores, é provável que as instituições do mercado

busquem criar mercados diferenciados (p.ex. Novo Mercado da BOVESPA no Brasil e *Neuer Markt* da bolsa alemã), com câmaras de arbitragem e regras próprias, regidas por contratos assinados entre gestores do mercado (Bolsas de Valores Mobiliários) com as organizações interessadas em dispor suas ações em tais mercados.

**Estrutura de capital.** Outra instituição da governança, segundo Roe (2005), é a estrutura de capital, referindo-se a relação entre a quantidade de obrigações da companhia (empréstimos, debêntures emitidas, bônus, *leasing*, entre outros) e suas ações (SAITO; SILVEIRA, 2008). De acordo com Roe (2005), as práticas e estratégias de financiamento das organizações estão diretamente relacionadas com as atitudes de executivos. Por exemplo, em organizações nas quais existem folga de recursos, com pouco endividamento, a pressão exercida sobre os executivos é baixa. Em situações inversas, com alto grau de endividamento (situação comum no mercado norte-americano), o efeito se inverte: executivos são extremamente pressionados por obter melhores resultados. A estrutura de capital, como pode ser visto, está diretamente relacionada com a folga de recursos, que, com efeito, interfere no comportamento estratégico das organizações (*vide* M. MEYER, 1994 para uma revisão sobre desempenho e folga de recursos).

**Sistema de gestão de falências.** A última instituição que Roe (2005) destaca é o sistema de gestão de falências. Apesar de não ser uma das mais importantes, ela é fundamental, pois regulamenta como algumas economias tratam o problema da recuperação das organizações. Em casos de insolvência, ou seja, quando a dívida das organizações se torna impagável em determinado horizonte de tempo, a maioria das normas jurídicas vigentes nas nações contemporâneas dão direito aos credores a exercer o direito de liquidar a empresa, em situações mais graves, ou mudar seu controle, quando esse ainda é factível.

Todas as instituições apontadas acima, que não cerram a quantidade de instituições da governança corporativa, apresentam algum grau de interdependência, assim como variabilidade de importância de um ambiente institucional para outro. Como enfatizamos, a forma como tais práticas foram socializadas também condiciona o alinhamento entre elas, assim como seu grau de legitimação (ENRIONE; MAZZA; ZERBONI, 2006). Contudo as instituições destacadas por Roe (2005) dão conta de um modelo predominantemente anglo-saxônico. Dessa forma, já que cada nação apresenta uma lógica distinta de governança (AGUILERA; JACKSON, 2003), porque então elas estão sendo amplamente disseminadas ao redor do mundo? É o que buscaremos entender no próximo tópico.

### 2.3.2 A Institucionalização das Práticas de Governança Corporativa

Como apontamos anteriormente, existem várias evidências de que cada país apresenta um contexto institucional específico (FLIGSTEIN; CHOO, 2005; FLIGSTEIN; FREELAND, 1995; LA PORTA *et al.*, 1998, 2000) que, por sua vez, condiciona a organização da economia de forma também peculiar (AGUILERA; JACKSON, 2003; WHITLEY, 1994). Todavia apesar de todas as diferenças apontadas e destacadas entre esses sistemas econômicos e sociais, práticas organizacionais são disseminadas entre países e organizações que em pouco se assemelham com aqueles nos quais tais práticas foram concebidas (ABRAHAMSON; FAIRCHILD, 1999; GULER; GUILLÉN; MCPHERSON, 2002). Assim, usa-se o mesmo remédio para problemas de natureza diferente, sem ao menos saber se existe algum sintoma ou se a causa do problema é a mesma.

Apesar de, em alguns casos, essa atitude aparentar não ser racional, se compreendermos que organizações em diferentes nações compartilham entre si recursos, mercados e produtos, espera-se que elas tenham algum grau de interação. Assim, se elas mantêm laços entre si, delineia-se, mesmo que de forma embrionária, a concepção de um sistema de organizações que vai além das fronteiras nacionais. Desse grau de sistematização das relações organizacionais ao redor do mundo, mecanismos institucionais como isomorfismo e estruturação fomentam a disseminação de formas e práticas organizacionais por razões que vão além da eficiência de tais práticas (MEYER *et al.* 1997; ROSSONI; MARIETTO; SILVA, 2009; ZATTONI; CUOMO, 2008). Portanto incorporando-se esses elementos institucionais no entendimento do ambiente organizacional, pressupõe-se que mudanças em formas organizacionais são dirigidas considerando tanto a eficiência de tais formas quanto à legitimidade (DAVIS; GREVE, 1997; DIMAGGIO; POWELL, 1983; FLIGSTEIN; FREELAND, 1995; MEYER; ROWAN, 1977).

Não seria diferente com as práticas de governança corporativa. Sua difusão e institucionalização envolvem tanto aspectos relacionados à eficiência da prática em si quanto em relação ao aspecto da legitimidade que elas geram (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; ENRIONE; MAZZA; ZERBONI, 2006; TOLBERT; ZUCKER, 1983; ZATTONI; CUOMO, 2008). Em face do exposto, para compreender como essas práticas se disseminam ao redor do mundo, definimos difusão de práticas como uma inovação dentro de um sistema social (entre eles o mercado de ações e corporativo), apesar de que tal inovação não necessariamente implique uma melhoria, mas sim em uma mudança no estado corrente das coisas (STRANG; MACY, 2001). Por consequência de tal processo de difusão, práticas que

antes eram tidas como certas são substituídas ou transformadas pela adoção de novas práticas, que, por sua vez, são interpretadas como um novo padrão do campo. Em suma, a densidade de tal prática aumenta no campo, sendo evidência de sua institucionalização (HANNAN; CARROL, 1992; HANNAN; FREEMAN, 1989). Já por institucionalização entendemos como “o processo por meio do qual os componentes da estrutura formal tornam-se amplamente aceitos, necessários e apropriados, servindo para legitimar as organizações” (TOLBERT; ZUCKER, 1983, p. 25, tradução nossa).

Sob essas definições, podemos compreender o processo de difusão e de disseminação de práticas de governança corporativa ao redor do mundo por meio de mecanismos relacionados tanto à eficiência de tais práticas, quanto referentes à legitimação que a aceitação a seu conteúdo normativo proporciona (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; FISS, 2008). Define-se assim que a adoção de códigos e práticas de governança são inovações feitas por mercados nacionais sinalizando seu compromisso com a consolidação de um sistema de governança corporativa. Ressalta-se, é claro, que a adoção de tais práticas está imersa em sistemas sociais mais amplos, cujas estruturas de legitimação, dominação e significação condicionam sua teorização (GIDDENS, 1989; GREENWOOD; SUDDABY; HININGS, 2002).

A emergência do fenômeno da difusão de práticas de governança é resultado de uma série de fatores que acabam pressionando os mercados produtivos e de capitais a conformar suas práticas de governança a padrões internacionalmente dominantes (CUERVO, 2002; MALLIN, 2002). Na concepção de Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004), dois processos têm aumentado a necessidade percebida de mecanismos de monitoramento e de esquemas de incentivos para promover sistemas de governança corporativa. Em primeiro lugar, o processo de globalização, que envolve a liberalização e a internacionalização das economias, a integração de mercados financeiros (ZATTONI; CUOMO, 2008), o desenvolvimento das tecnologias de comunicação e informação. Em segundo lugar, a transformação da estrutura de propriedade das organizações por meio do crescimento de investidores institucionais, da desestatização de economias e do aumento do ativismo dos acionistas.

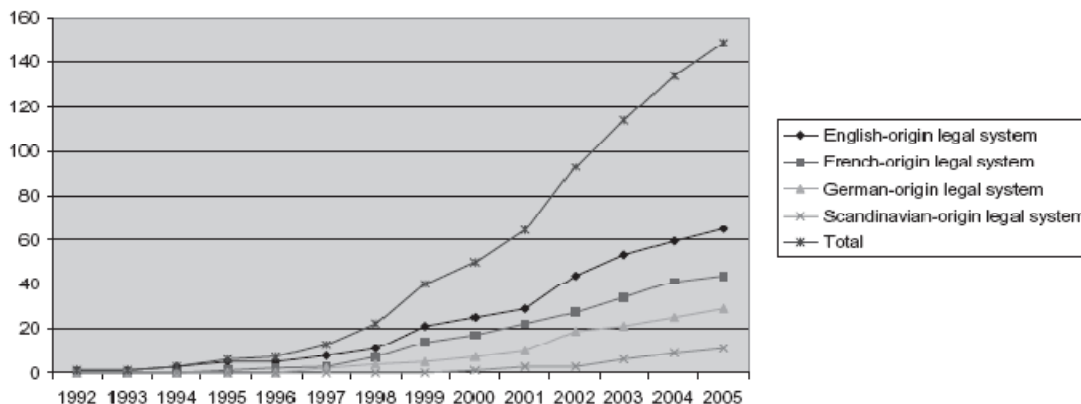
Em face desses antecedentes, aqueles países que buscaram adotar um sistema de governança mais efetivo, implementando direitos aos acionistas, aumentando o papel dos conselheiros e desenvolvendo formas dos mercados serem mais transparentes e eficientes (*vide* MONKS; MINOW, 2004), tornaram-se mais atrativos para os investidores locais e estrangeiros (LA PORTA *et al.*, 1998), assim como promoveram maior desenvolvimento econômico (LEVINE, 1999).

Apesar de os benefícios de tais práticas para as organizações e para os países, a mudança em sistemas de governança é árdua porque tais práticas estão imersas no ambiente institucional nacional (FISS, 2008; NEE; SWEEDBERG, 2005; NORTH, 1990). Entre algumas das dificuldades de se modificarem práticas de governança está a necessidade de mudanças na legislação, que, por suas vez, dependem de acordos entre políticos e elite corporativa (ZATTONI; CUOMO, 2008). Como tais mudanças geram redistribuição de poder e autoridade, elas também afetam interesses de algumas elites locais, levando-as a resistir à adoção de tais práticas (BEBCHUK; ROE, 1999).

O caminho legislativo para alterar as práticas de governança tende a ser extremamente difícil; por isso alguns mercados buscam uma alternativa para alavancar seu sistema de governança corporativa: a criação de códigos de boas práticas de governança. Como foi indicado anteriormente, boas práticas de governança são “um conjunto de melhores práticas sobre o comportamento e a estrutura do conselho de administração de uma empresa” (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004, p. 417). Tais práticas têm sido designadas como forma de minimizar deficiências no sistema de governança dos países, por meio dos seguintes mecanismos: mudanças na composição do conselho; aperfeiçoamento do relacionamento entre acionistas e executivos; aumento na transparência e confiabilidade da informação; criação de mecanismos mais efetivos de seleção e remuneração de diretores; entre outros (*vide* sugestões de boas práticas de governança corporativa em IBGC, 2006, 2009 e OECD, 2004).

Mas, na verdade, o que precipitou o avanço dos códigos de governança corporativa ao redor do mundo foi uma série de escândalos que ocorreram no início deste século, envolvendo grandes corporações, como, por exemplo, *Enron*, *WorldCom* e *Global Crossing* nos Estados Unidos, *Parmalat* e *Círio* na Itália, *Ahold* na Holanda (COFFEE, 2005; HILL, 2005). Por consequência, a publicação do Ato Sarbanes-Oxley em 2002, que impôs medidas mais rígidas às organizações americanas sobre atitudes contábeis fraudulentas também fomentou a disseminação de tais códigos (BORGERTH, 2007; IBGC, 2006).

Como pode ser observado na Figura 7, após a ocorrência de tais escândalos envolvendo companhias tidas como corporativamente responsáveis como, por exemplo, a *Enron* (final do ano de 2001), assim como uma das cinco grandes empresas de auditoria, a *Arthur Andersen* (ano de 2002), o número de códigos de boa governança publicados ao redor do mundo apresentou um aumento representativo, refletindo a preocupação do mercado em achar respostas para a crise de legitimidade.



**Figura 7 – Difusão de Códigos de Governança Corporativa (Valor cumulativo).**

Fonte: Zattoni e Cuomo (2008, p. 10).

A edição dos códigos de boas práticas de governança tem tido sua importância destacada principalmente nos últimos 10 anos (ZATTONI; CUOMO, 2008), mas teve início há muitos anos. Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004) e Enrione, Mazza e Zerboni (2004) apontam que o primeiro código de governança corporativa foi editado nos Estados Unidos, no ano de 1978, pelo *Business Roundtable* (associação de executivos norte-americanos), mais especificamente por J. Paul Austins, presidente executivo da Cola-Cola, naquela época. Intitulado como *The Role and Composition of The Board of Directors of The Large Publicly Owned Corporation*, o relatório foi resposta à onda de tomadas hostis de controle de algumas organizações (*hostile takeovers*) que ocorreram naqueles anos, assim como comportamentos considerados criminosos (MONKS; MINOW, 2004).

Nos anos seguintes, tanto o *Roundtable*, quanto a *Securities Exchange Commission* (agência reguladora do mercado de capitais norte-americano) e a *New York Stock Exchange* (bolsa de valores de Nova York) continuaram a reeditar códigos de boa governança. Somente uma década depois outro país veio a editar um código (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004). Em 1989, a bolsa de valores de Hong Kong (*Hong Kong Stock Exchange*) publicou seu primeiro código denominado *Code of Best Practice, Listing Rules*, e, em 1991, a *Irish Association of Investment Managers* editou o documento intitulado *Statement of Best Practice on the Role and Responsibility of Directors of Publicly Listed Companies*. Contudo, como apontam Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004) e Enrione, Mazza e Zerboni (2006), foi na década de noventa que a edição de códigos de governança corporativa se disseminou, seguindo o *Cadbury Committee Report: The Financial Aspects of Corporate Governance*, publicado em 1992 no Reino Unido.

O relatório *Cadbury*, que recebeu esse nome por causa do presidente da comissão, Sir Adrian Cadbury (IBGC, 2006), marcou o fim da experimentação acerca dos códigos de governança e estabeleceu os fundamentos para uma efetiva regulação da governança corporativa (ENRIONE; MAZZA; ZERBONI, 2006). De acordo com Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004), o código foi editado devido à ausência de confiabilidade dos relatórios financeiros das companhias abertas inglesas, assim como por causa das dificuldades que os auditores tinham de salvaguardar tais relatórios com as informações disponibilizadas pelas companhias. Segundo esses autores, o relatório *Cadbury* também enfatizou a necessidade de conselheiros independentes da gestão da companhia, do maior envolvimento dos acionistas na gestão, assim como de se estabelecer comitês especializados no conselho (p.ex. comitê de auditoria).

Do ponto de vista institucional, o relatório *Cadbury* estabeleceu-se como padrão de governança corporativa a ser seguido por editores de códigos dessa natureza<sup>33</sup> (bolsas de valores, governos, associação de conselheiros e executivos, associações de profissionais contábeis e jurídicos e associações de investidores), apontando as linhas gerais para sua disseminação ao redor do mundo. Nas palavras de Enrione, Mazza e Zerboni (2006, p. 967, tradução nossa), “para se tornar uma ideia global, códigos de boa governança necessitavam ser um padrão amplamente compartilhado [objetivação da norma: condição 3 para sua vigência legítima] e endossada por uma rede de atores tidos como legítimos [indicando imparcialidade e consonância da norma com princípios sociais mais amplos (condição 2 e 4 de sua vigência)]”.

Diante das condições que garantem a legitimidade das práticas, vista aqui como um elemento estrutural, práticas de governança corporativa devem ter certo grau de densidade dentro dos sistemas sociais nos quais operam (condição 1 da vigência da legitimidade), que, no caso dessas práticas, envolvem a adoção nos mercados nacionais pelas empresas de capital aberto, mais até do que de sua disseminação ao redor do mundo. Em outras palavras, as práticas de governança corporativa devem ser institucionalizadas no mercado, vistas como um modelo socialmente desejado, portanto legítimo (MEYER; ROWAN, 1977; TOLBERT; ZUCKER, 1983; ZUCKER, 1987). Assim, essa trajetória de difusão nos mercados nacionais envolve diferentes processos de institucionalização já que pressupomos que os mercados estão imersos relacionalmente (GRANOVETTER, 1985) e institucionalmente (FLIGSTEIN; CHOO, 2005; FLIGSTEIN; FREELAND, 1995).

---

<sup>33</sup> Vide Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004) e Enrione, Mazza e Zerboni (2005) para uma revisão da atuação de diferentes editores de códigos de governança e seu papel na disseminação de tais práticas.



Enquanto mercado nacional de referência para nosso estudo, o Brasil teve seu código de boas práticas de governança corporativa editado somente em 1999 pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), associação sem fins lucrativos que foi criada visando disseminar tais práticas (IBGC, 2006; *vide* também HALLQVIST, 2000, para compreender as razões que levaram a criação do IBGC). Mais tarde, o órgão de regulamentação do mercado de ações brasileiro, a Comissão de Valores Imobiliários, também editou sua cartilha de boas práticas de governança para empresas de capital aberto (CVM, 2002). Vale destacar que, no Brasil, diferentemente de outros países, o grande conflito de agência ocorre entre acionistas minoritários e majoritários que exercem o controle da organização, e não entre acionistas minoritários (principal) e administradores (agente) (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006). Esses aspectos condicionam a forma pela qual as práticas de governança foram institucionalizadas no país (FLIGSTEIN; FREELAND, 1995), resultando em uma forma própria de governança, porém isomórfica com as demais.

Talvez seja por conta das peculiaridades do mercado nacional e, também, é claro, diante do contexto institucional nada propício ao desenvolvimento do mercado de ações (*vide* GORGA, 2004; LA PORTA *et al.*, 1998) que os agentes do mercado brasileiro de ações resolveram criar um mercado em paralelo ao tradicional: o Novo Mercado da Bovespa. Inspirado na experiência alemã de criação de um mercado de ações diferenciado (o *Neuer Markt*), em 11 de dezembro de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo criou uma listagem separada de organizações denominada Novo Mercado (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002), tida como o grande alavancador da adoção de práticas de governança no Brasil (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006; CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005; CARVALHO, 2002).

Segundo Ribeiro Neto e Famá (2002, p. 35), o “Novo Mercado da Bovespa é uma seção destinada à negociação de companhias que se submetam [voluntariamente] a exigências mais avançadas em termos de direitos dos acionistas investidores e melhores práticas de governança corporativa”. Como aponta a Bovespa (2009),

a entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e,

ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação na prática de governança que as normas do Novo Mercado geram, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias (ações com direito a voto). Além disso, as organizações devem: estender para todos os acionistas as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*); realizar oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, no caso de fechamento do capital; ter no mínimo 5 conselheiros, com mandato unificado, sendo que 20% devem ser independentes; melhorar as informações prestadas ao mercado além de aderir a padrões internacionais; manter pelo menos 25% das ações em circulação; aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários; entre outras exigências (BOVESPA, 2009).

**Quadro 6 – Comparação entre os Mercados da Bovespa.**

	<b>Novo Mercado</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Tradicional</b>
Percentual Mínimo de Ações em Circulação ( <i>free float</i> ):	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das Ações Emitidas:	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração:	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional:	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Legenda: Ações Ordinárias (ON); Ações Preferenciais (PN); *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (US GAAP); *International Financial Reporting Standards* (IFRS);

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo (2009). Disponível em <http://www.bovespa.com.br>.

Em paralelo, assumindo que as regras do Novo Mercado da Bovespa são muito restritivas em relação ao padrão institucionalizado no mercado (CARVALHO, 2002) com não muitas organizações possíveis de satisfazer suas exigências em curto prazo, a Bovespa criou

os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que discrimina as organizações listadas no mercado tradicional das demais empresas. Além do Novo Mercado, já apresentado, há mais dois níveis de governança corporativa (*vide* Quadro 6): o Nível 1, que apresenta maior exigência de transparência; e o Nível 2, que é semelhante ao Novo Mercado, exceto pela aceitação de ações preferenciais na configuração do capital da organização (BOVESPA, 2009; RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002; *vide* BOVESPA, 2009 e PROCIANOY; VERDI, 2009 para visualizar empresas que fazem parte desses mercados).

A criação de mercados alternativos destaca-se como um importante mecanismo para garantir que o conteúdo normativo das práticas de governança corporativa seja incorporado pelas organizações de capital aberto (FISS, 2008). Como destaca Capron e Guillén (2009), os direitos e obrigações dos vários *stakeholders* são definidos e constrangidos de acordo com as instituições de governança corporativa de um país. Entre as várias instituições vigentes (*vide* ROE, 2005), algumas apresentam caráter formal regulatório (p.ex. leis, marcos regulatórios e códigos). Em nosso esquema analítico, nós tomamos a inscrição das organizações listadas em mercados diferenciados da Bovespa como legitimidade formal regulatória, porque, mesmo sendo a adoção voluntária, a partir do momento em que a organização faz parte de um mercado diferenciado, ela aceita ser coordenada e controlada por meio de uma série de mecanismos instituídos pela Bovespa, ganhando essa organização um papel regulatório.

Porém além do caráter coercitivo das obrigações formais, a adesão a mercados diferenciados pode ser vista como fator que suporta e habilita as ações das organizações de capital de aberto (SCHNEPER; GUILLÉN, 2004), já que ela garante maior grau de confiança do mercado, simplesmente por se submeterem ao conteúdo de uma regra aceita como legítima (CAPRON; GUILLÉN, 2009). Dessa forma, organizações que estão vinculadas a um elemento legitimado tendem a ser vistas também como legitimidades por esse elemento. No caso específico do mercado de ações brasileiro, a adesão a mercados diferenciados. Por exemplo, como aponta Carvalho (2002, p. 27-28, grifo do autor), “o **Novo Mercado** funciona como um selo de qualidade cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidos pela empresa na maneira como a Bovespa administra tais contratos”.

Esses aspectos demonstram o caráter generalizador que a legitimidade tem enquanto critério de avaliação social. Diante da ausência de informação perfeita (FAMA, 1970) e da racionalidade limitada (SIMON, 1979), os mercados, enquanto audiência das organizações, generalizam o comportamento das empresas que pertencem a determinada categoria social (p.ex. organizações com boas práticas de governança) das demais (p.ex. organizações que não aderem a práticas de governança), não considerando as empresas isoladamente, mas sim a

categoria a qual pertencem (ZUCKERMAN, 1999). Para ilustrar tal forma de avaliação do mercado, pode-se destacar os argumentos de Borgerth (2007, p. 6), quando essa cita a avaliação do mercado sobre o escândalo envolvendo a *Enron* e sua empresa de auditoria naquele momento, a *Arthur Andersen*: “O mercado, nesse sentido, costuma ser bastante cruel, generalizando comportamentos isolados como se eles ilustrassem a postura de todos e, assim, desestimulando justamente aqueles que se esforçam para se manter dentro dos padrões éticos de sua profissão, que acabam sendo estigmatizados como os outros poucos que fogem da regra”.

Os argumentos expostos acima permitem-nos destacar que a adoção de práticas de governança corporativa, além de provavelmente aumentar a eficiência dos sistemas de governança (LA PORTA *et al.*, 1998), também auferir legitimidade às organizações. Por sua vez, partindo do pressuposto que a legitimidade afeta a capacidade das organizações em angariar recursos (MEYER; ROWAN, 1977; PFEFFER; SALANCIK, 1978), acreditamos que a adesão a mercados diferenciados de governança, enquanto elemento legitimado formalmente, afeta o desempenho organizacional, assim como condiciona o efeito de outras origens da legitimidade nos resultados organizacionais (ARCHIBALD, 2004; RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000). A partir desses pontos, delinearemos nossa conjectura teórica e as hipóteses de pesquisa que guiarão o estudo.

## 2.4 CONJUNTURA TEÓRICA E HIPÓTESES DE PESQUISA

Diante de todos os apontamentos feitos no quadro teórico-empírico de referência, buscaremos delinear nossa conjuntura teórica. Em primeiro lugar, assumiremos como **sistema social**, *locus* de nosso estudo, o mercado de capitais brasileiro. Sabendo que todo sistema social apresenta **propriedades e princípios estruturais**, destacamos que uma de suas dimensões é a legitimidade (GIDDENS, 1979). Como tal, essa dimensão suporta todas as atividades e interações desenvolvidas dentro do mercado acionário, justificando-as e dando-lhes sentido (BERGER; LUCKMANN, 2008). Sendo assim, como já foi apontado anteriormente, as propriedades estruturais, entre essas as práticas organizacionais, são justificadas e reproduzidas no momento de interação tendo como base as **fórmulas legitimadoras** que lhes dão razão. Essas fórmulas justificam as práticas organizacionais, considerando que, para que a legitimidade dessas práticas seja vigente, elas devem ser aceitas por uma parcela significativa do sistema social (condição 1), devem distribuir equitativamente os direitos e obrigações entre os participantes do sistema (condição 2), devem ser vistas como se tivessem realidade própria (condição 3) e devem estar em consonância com os princípios

estruturais mais amplos (condição 4). Caso essas condições sejam aceitas, pressupõe-se que a vigência da legitimidade esteja garantida. Caso contrário, uma prática organizacional vista como legítima em um determinado momento, pode ser deslegitimada pela presença de uma nova prática ou por mudanças endógenas e exógenas ao sistema social.

Em face do exposto, devemos destacar que a legitimidade apresenta várias origens, que tanto podem convergir, quanto podem apresentar normas contraditórias (SCOTT *et al.*, 2000). Analiticamente, essas origens podem ser delineadas em três dimensões: a formal regulatória, a cultural-cognitiva e a normativa. Cada uma delas pode afetar em maior ou menor grau a dinâmica dentro do sistema social, em nosso caso, o mercado de capitais, porque elas podem apresentar diferentes graus de aceitação dentro do sistema, assim como podem variar acerca da sua plausibilidade. Isso é fato, por exemplo, quando analisamos o processo de modernização da sociedade: em quase todos os sistemas sociais, entre eles o mercado de capitais, é eminente a ênfase dada nos aspectos racionais de origem formal e regulatória do sistema, em detrimento de outras formas de vigência da legitimidade, como o tradicionalismo e o personalismo (KALBERG, 1980).

Diante deste quadro, enquanto parte do sistema social, organizações incorporam esses elementos aceitos como legítimos, seja por meio de práticas, de certificação de suas ações ou por meio de mudanças estruturais. Com efeito, se elas incorporam elementos vistos como legítimos no ambiente, elas tendem a também ser vistas como legítimas (MEYER; ROWAN, 1977). Dessa forma, partindo do pressuposto de que organizações que são tidas como legítimas tendem a ter maior possibilidade de sobrevivência e maior capacidade de angariar recursos do que aquelas não legítimas (MEYER; ROWAN, 1977; PARSONS, 1956; PFEFFER; SALANCIK, 1978), buscaremos analisar o fenômeno da legitimidade organizacional entre as empresas de capital aberto brasileira, procurando compreender como a legitimidade afeta o desempenho dessas organizações. Mais especificamente, perante a ênfase dada à dimensão formal regulatória pelas empresas de capital aberto e investidores, que, em nosso caso, refere-se à crença disseminada de que a adoção de práticas formais de governança corporativa garante maior qualidade na gestão de empresas de capital, esperamos que organizações que aderiram a tais práticas tenham melhor desempenho. Mais que isso, esperamos que a adoção de práticas formais de governança condicione o efeito de outras origens da legitimidade no desempenho, diminuindo seu efeito, devido a sua maior valorização no mercado de capitais contemporâneo. Portanto perante esses argumentos apresentamos nossa conjuntura teórica:

*O desempenho das organizações de capital aberto listadas na bolsa de valores de São Paulo é positivamente influenciado pela legitimidade formal regulatória, cultural-cognitiva e normativa das organizações. No entanto como há maior orientação dentro do mercado de capitais por práticas formais de governança, esperamos que a adoção de tais práticas, enquanto elemento que aufere legitimidade formal regulatória às organizações, modere o efeito das outras origens da legitimidade no desempenho das empresas.*

#### **2.4.1 Especificação do Problema, Proposições e Hipóteses de Pesquisa**

Perante a conjuntura teórica delineada nesta tese, que culminou dos pressupostos, definições teóricas e condições construídas no quadro teórico-empírico de referência, derivamos o problema de pesquisa a seguir.

COMO A ADESÃO A NÍVEIS MAIS ALTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA MODERA O EFEITO DA LEGITIMIDADE ORGANIZACIONAL NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA?

Considerando que o problema de pesquisa pode ser desdobrado em proposições, que, por sua vez, podem ser avaliadas empiricamente por meio de hipóteses operacionalizáveis a partir das definições constitutivas e operacionais das variáveis do estudo, formulamos a seguir as proposições que guiaram a análise empírica. As proposições 1, 2 e 3 apontam para o efeito direto da legitimidade no desempenho organizacional. Já as proposições 4 e 5 discorrem sobre o efeito moderador da legitimidade formal regulatória.

Cabe ressaltar que, como operacionalizamos o desempenho organizacional por meio de indicadores relacionados ao valor de mercado, rentabilidade, estabilidade e aceitação no mercado (risco não sistemático, liquidez, volatilidade), para cada proposição desdobramos cinco proposições adicionais. A escolha desses indicadores para avaliar o desempenho é justificável pelo efeito que a legitimidade tem na estabilidade, aceitação e acesso a recursos (MEYER; ROWAN; 1977; MEYER; SCOTT, 1983; SUCHMAN, 1995). Em primeiro lugar, em concordância com o pressuposto de que a legitimidade organizacional aumenta a estabilidade das organizações, se estamos analisando a posição das empresas no mercado acionário, cuja atitude é analisada por meio do comportamento de suas ações, maior estabilidade significa menor risco. Dessa forma, utilizamos dois indicadores para mensurá-lo: o risco não sistemático (desvio padrão do erro do *CAPM*) e a volatilidade. Em segundo lugar, organizações legitimadas tendem a ser aceitas mais facilmente na sociedade (PFEFFER;

SALANCIK, 1978; DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008). Sendo assim, se elas têm suas ações negociadas na bolsa, e na dimensão do mercado acionário elas são legitimadas, elas tendem a ser aceitas pelos investidores, é esperado que suas ações sejam negociadas com maior frequência que as demais, portanto há maior liquidez. Em terceiro lugar, se as ações das organizações tendem a ter maior liquidez e menor risco, é provável que elas sejam mais valorizadas que as demais, repercutindo no valor de mercado da empresa, portanto valores mais altos no  $Q$  de Tobin. Por fim, em quarto lugar, se a organização tem maior liquidez, menor risco e maior valor de mercado, é provável que ela consiga acessar recursos com maior facilidade, o que pode levar à maior rentabilidade (ROA).

Em decorrência da necessidade de se testar empiricamente cada uma das afirmações existentes nas proposições, elaboramos uma hipótese para cada relação entre os indicadores da variável independente e indicadores da variável dependente. A legitimidade formal regulatória foi operacionalizada por meio da adesão a mercados diferenciados da Bovespa: Nível 1; Nível 2; Novo Mercado. Definimo-los como mecanismos formais, porque, como já discutido no quadro teórico, as organizações precisam se adequar a um conjunto de regras instituídas pela Bovespa, que, sobre esses mercados, ganha *status* de entidade reguladora. Como esse elemento formal apresenta um conteúdo normativo dentro do mercado, empresas que participam desses mercados tendem a ser legitimadas. Sendo assim, esperamos que as organizações que se adéquam aos padrões formais de legitimidade aqui operacionalizados tenham maior desempenho, sintetizadas tal relação por meio das proposições e hipóteses a seguir:

***Proposição 1: A legitimidade formal regulatória afeta positivamente o desempenho organizacional.***

*Proposição 1.1: A legitimidade formal regulatória afeta positivamente o valor das organizações.*

- *Hipótese 1.1a: Empresas que fazem parte do Novo Mercado da Bovespa apresentam maior valor de mercado.*
- *Hipótese 1.1b: Empresas que fazem parte do Nível 2 apresentam maior valor de mercado.*
- *Hipótese 1.1c: Empresas que fazem parte do Nível 1 apresentam maior valor de mercado.*

*Proposição 1.2: A legitimidade formal regulatória afeta positivamente a rentabilidade das organizações.*

- *Hipótese 1.2a: Empresas que fazem parte do Novo Mercado da Bovespa apresentam maior rentabilidade.*
- *Hipótese 1.2b: Empresas que fazem parte do Nível 2 apresentam maior rentabilidade.*
- *Hipótese 1.2c: Empresas que fazem parte do Nível 1 apresentam maior rentabilidade.*

*Proposição 1.3: A legitimidade formal regulatória diminui o risco não sistemático das organizações.*

- *Hipótese 1.3a: Empresas que fazem parte do Novo Mercado da Bovespa apresentam menor risco não sistemático.*
- *Hipótese 1.3b: Empresas que fazem parte do Nível 2 apresentam menor risco não sistemático.*
- *Hipótese 1.3c: Empresas que fazem parte do Nível 1 apresentam menor risco não sistemático.*

*Proposição 1.4: A legitimidade formal regulatória aumenta a liquidez das ações das organizações.*

- *Hipótese 1.4a: Empresas que fazem parte do Novo Mercado da Bovespa apresentam maior liquidez das ações.*
- *Hipótese 1.4b: Empresas que fazem parte do Nível 2 apresentam maior liquidez das ações.*
- *Hipótese 1.4c: Empresas que fazem parte do Nível 1 apresentam maior liquidez das ações.*

*Proposição 1.5: A legitimidade formal regulatória diminui a volatilidade das ações das organizações.*

- *Hipótese 1.5a: Empresas que fazem parte do Novo Mercado da Bovespa apresentam menor volatilidade das ações.*
- *Hipótese 1.5b: Empresas que fazem parte do Nível 2 apresentam menor volatilidade das ações*
- *Hipótese 1.5c: Empresas que fazem parte do Nível 1 apresentam menor volatilidade das ações*

Assim, como elaborado em relação à legitimidade formal regulatória, definimos, neste ponto, três indicadores de legitimidade cultural-cognitiva: prestígio, medido por meio do *Eigenvector*; eficiência dos laços, medido por meio das lacunas estruturais; coesão do conselho. Usamos esses indicadores, todos eles relacionados à posição do conselho na rede de relações corporativas, porque, segundo Certo e Hodge (2007), Higgins e Gulati (2006), Wade *et al.* (2006) e Zhang e Wiersema (2009), a qualidade, o prestígio e a certificação dos conselheiros são indícios de sua legitimidade (MIZRUCHI, 1996; SELZNICK, 1971), já que o mercado toma como certo que bons executivos melhoram os resultados da organização, o que é comprovado por esses estudos. Entre as formas de avaliar a legitimidade originada do



conselho, seguimos Mizruchi (1996), avaliando-a por meio da estrutura de relações, conhecida como *board interlocking* (KIM, 2005). Entendemos que esses indicadores não captam a lógica processual e interpretativa da legitimidade cultural-cognitiva. Mas, como apontado por Walker (2004), não importa a origem da legitimidade, pois ela sempre vai atuar no momento de interação como elemento normativo. Sendo assim, podemos assumir esses indicadores como de origem cultural-cognitiva, pois eles vêm de uma crença generalizada de que qualidade do conselho importa; entretanto, sendo de origem cultural-cognitiva, eles são tidos como certos, como dados e como objetivados (BERGER; LUCKMANN, 2008), o que faz com que eles influenciem normativamente a ação dos investidores. Diante desses apontamos, apresentamos as proposições e hipóteses a seguir:

***Proposição 2: A legitimidade cultural-cognitiva afeta positivamente o desempenho organizacional.***

*Proposição 2.1: A legitimidade cultural-cognitiva afeta positivamente o valor das organizações.*

- *Hipótese 2.1a: Quanto maior o prestígio do conselho administrativo, maior o valor da organização.*
- *Hipótese 2.1b: Quanto maior a eficiência dos laços do conselho administrativo, maior o valor da organização.*
- *Hipótese 2.1c: Quanto maior a coesão do conselho administrativo, maior o valor da organização.*

*Proposição 2.2: A legitimidade cultural-cognitiva afeta positivamente a rentabilidade das organizações.*

- *Hipótese 2.2a: Quanto maior o prestígio do conselho administrativo, maior a rentabilidade da organização.*
- *Hipótese 2.2b: Quanto maior a eficiência dos laços do conselho administrativo, maior a rentabilidade da organização.*
- *Hipótese 2.2c: Quanto maior a coesão do conselho administrativo, maior a rentabilidade da organização.*

*Proposição 2.3: A legitimidade cultural-cognitiva diminui o risco não sistemático das organizações.*

- *Hipótese 2.3a: Quanto maior o prestígio do conselho administrativo, menor o risco não sistemático da organização.*

- *Hipótese 2.3b: Quanto maior a eficiência dos laços do conselho administrativo, menor o risco não sistemático da organização.*
- *Hipótese 2.3c: Quanto maior a coesão do conselho administrativo, menor o risco não sistemático da organização.*

*Proposição 2.4: A legitimidade cultural-cognitiva aumenta a liquidez das ações das organizações.*

- *Hipótese 2.4a: Quanto maior o prestígio do conselho administrativo, maior a liquidez das ações.*
- *Hipótese 2.4b: Quanto maior a eficiência dos laços do conselho administrativo, maior a liquidez das ações.*
- *Hipótese 2.4c: Quanto maior a coesão do conselho administrativo, maior a liquidez das ações.*
- *Proposição 2.5: A legitimidade cultural-cognitiva diminui a volatilidade das ações das organizações.*
- *Hipótese 2.5a: Quanto maior o prestígio do conselho administrativo, menor a volatilidade das ações.*
- *Hipótese 2.5b: Quanto maior a eficiência dos laços do conselho administrativo, menor a volatilidade das ações.*
- *Hipótese 2.5c: Quanto maior a coesão do conselho administrativo, menor a volatilidade das ações.*

Já em relação à dimensão normativa da legitimidade, identificamos dois indicadores: a reputação da organização e a participação no mercado acionário norte-americano (emissão de ADRs). Em relação à reputação da organização, como aponta Freeman (1984), ela reflete o sucesso de algumas organizações em suprir as expectativas de múltiplos *stakeholders*. Assim, é esperado que sua conduta presente reflita seu comportamento do passado. No entanto essa expectativa pode ser positiva ou negativa: boa ou má reputação. Com efeito, se a reputação envolve o julgamento da audiência acerca do que é tolerável ou não como conduta, os termos desse julgamento são dados por aquilo que é legitimamente aceito como bom ou ruim. Dessa forma, se empresas tem uma boa reputação, é porque elas incorporaram elementos legitimados no ambiente (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008). No caso do mercado acionário, como apontam Fombrun e Shanley (1990), a interpretação dos investidores acerca da informação dada por cada organização operante no mercado é condicionada pelos pressupostos que eles têm sobre cada firma. Por isso no mercado de ações alguns fatos repercutem tão mal para algumas empresas, e para outras nem tanto. Sendo assim, esperamos que empresas de boa reputação, por serem consideradas legítimas, tenham menor risco, maior

aceitabilidade e maior facilidade para acessar recursos. Já em relação à emissão de *ADRs*, como o mercado norte-americano é mais exigente, participar de suas negociações funciona como uma espécie de certificação social, legitimando a organização frente aos investidores brasileiros. Portanto esperamos que empresas com participação no mercado norte-americano, por serem certificadas, tenham maior legitimidade e, por sua vez, melhor desempenho. A partir desses apontamentos, apresentamos as proposições e hipóteses a seguir:

***Proposição 3: A legitimidade normativa afeta positivamente o desempenho organizacional.***

*Proposição 3.1: A legitimidade normativa afeta positivamente o valor das organizações.*

- *Hipótese 3.1a: Empresas com ADRs negociadas no mercado norte-americano apresentam maior valor de mercado.*
- *Hipótese 3.1b: Quanto maior a reputação da organização, maior o valor da organização.*

*Proposição 3.2: A legitimidade normativa afeta positivamente a rentabilidade das organizações.*

- *Hipótese 3.2a: Empresas com ADRs negociadas no mercado norte-americano apresentam maior rentabilidade.*
- *Hipótese 3.2b: Quanto maior a reputação da organização, maior a rentabilidade.*

*Proposição 3.3: A legitimidade normativa diminui o risco não sistemático das organizações.*

- *Hipótese 3.3a: Empresas com ADRs negociadas no mercado norte-americano apresentam menor risco não sistemático.*
- *Hipótese 3.3b: Quanto maior a reputação da organização, menor o risco não sistemático.*

*Proposição 3.4: A legitimidade normativa aumenta a liquidez das ações das organizações.*

- *Hipótese 3.4a: Empresas com ADRs negociadas no mercado norte-americano apresentam maior liquidez das ações.*
- *Hipótese 3.4b: Quanto maior a reputação da organização, maior a liquidez das ações.*

*Proposição 3.5: A legitimidade normativa diminui a volatilidade das ações das organizações.*

- *Hipótese 3.5a: Empresas com ADRs negociadas no mercado norte-americano apresentam menor volatilidade.*
- *Hipótese 3.5b: Quanto maior a reputação da organização, menor a volatilidade.*

As duas últimas proposições se referem ao efeito moderador da legitimidade formal regulatória. Em linhas gerais, afirmar que uma variável modera o efeito de outras significa dizer que o efeito das variáveis explicativas é função dos diferentes níveis que a variável moderadora assume (BARON; KENNY, 1986).

Em primeiro lugar, frisamos que o critério de definição de que uma variável seja moderadora ou não é sempre teórico (BARON; KENNY, 1986). Em nosso caso, podemos justificar teoricamente o fato de utilizarmos a legitimidade formal regulatória por dois motivos. O primeiro motivo é por causa da temporalidade do fenômeno: a adesão a mercados diferenciados de governança ocorreu posteriormente à existência de outras práticas no mercado acionário, que, por sua vez, são de origem cultural-cognitiva e normativa. Assim, se o fenômeno da regulamentação das ações organizacionais por meio da adoção de práticas diferenciadas de governança procede a todas as outras práticas por nós apontadas como legitimadoras, podemos considerar que sua intervenção na dimensão pragmática do campo altera os mecanismos causais existentes entre o fenômeno da legitimidade e desempenho das empresas de capital aberto, diminuindo o poder de explicação dos fenômenos antecedentes.

O segundo motivo, desenvolvido a partir da tese weberiana de desencantamento do mundo, aponta para uma tendência de racionalização da vida social em qualquer esfera da vida cotidiana, principalmente da vida corporativa. Sob essa lógica, entendemos que diante do processo de modernização do mercado acionário brasileiro, fruto, em parte, da modernização econômica que passou o Brasil nos últimos anos (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002), existe uma tendência dos elementos de caráter racional utilitário e racional formal adquirirem caráter racional substantivo, ou seja, eles são sedimentados como formas de vida, criando justificativas incorporadas como crenças, valores e normas, que suportam a ação racional pragmática dos agentes (*vide* KALBERG, 1980). No caso das práticas de governança, como esse sistema foi construído em mercados tidos como de referência para o mercado acionário brasileiro, seu conteúdo normativo era mais facilmente legitimado já que a origem era vista como legítima (AGUILERA; JACKSON, 2003). Por outro lado, as práticas tradicionais vigentes até momentos anteriores no mercado acionário brasileiro, e ainda vigentes, começaram a competir com esse novo padrão institucionalizado, cujo esse último tende a sobrepor o poder de explicação do primeiro. Portanto boa parte da influência existente pelas outras origens da legitimidade acaba sendo incorporada pela adoção dessas práticas

diferenciadas de governança, perdendo parte de seu poder de explicação. Destacamos que, no caso destas análises, acrescentamos mais um indicador de legitimidade cultural-cognitiva: a densidade da forma organizacional. De acordo com Scott *et al.* (2000), este indicador ajuda a verificar que o aumento na adoção de determinada forma organizacional, portanto maior isomorfismo, está relacionado com maior legitimação da forma. Não a incluímos nas hipóteses anteriores devido a problemas de colinearidade. Assim, temos as seguintes proposições e hipóteses:

***Proposição 4: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no desempenho organizacional de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade cultural-cognitiva.***

*Proposição 4.1: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no valor da empresa de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade cultural-cognitiva.*

- *Hipótese 4.1a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no valor da empresa de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito do prestígio.*
- *Hipótese 4.1b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no valor da empresa de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito das lacunas estruturais.*
- *Hipótese 4.1c: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no valor da empresa de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da coesão.*
- *Hipótese 4.1d: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no valor da empresa de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da densidade.*

*Proposição 4.2: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na rentabilidade das organizações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade cultural-cognitiva.*

- *Hipótese 4.2a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na rentabilidade de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito do prestígio.*

- *Hipótese 4.2b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na rentabilidade de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito das lacunas estruturais.*
- *Hipótese 4.2c: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na rentabilidade de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da coesão.*
- *Hipótese 4.2d: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na rentabilidade de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da densidade.*

*Proposição 4.3: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no risco não sistemático das organizações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade cultural-cognitiva.*

- *Hipótese 4.3a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no risco não sistemático de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito do prestígio.*
- *Hipótese 4.3b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no risco não sistemático de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito das lacunas estruturais.*
- *Hipótese 4.3c: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no risco não sistemático de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da coesão.*
- *Hipótese 4.3d: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no risco não sistemático de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da densidade.*

*Proposição 4.4: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na liquidez das ações das organizações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade cultural-cognitiva.*

- *Hipótese 4.4a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na liquidez das ações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito do prestígio.*
- *Hipótese 4.4b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na liquidez das ações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito das lacunas estruturais.*

- *Hipótese 4.4c: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na liquidez das ações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da coesão.*
- *Hipótese 4.4d: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na liquidez das ações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da densidade.*

*Proposição 4.5: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na volatilidade das ações das organizações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade cultural-cognitiva.*

- *Hipótese 4.5a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na volatilidade das ações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito do prestígio.*
- *Hipótese 4.5b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na volatilidade das ações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito das lacunas estruturais.*
- *Hipótese 4.5c: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na volatilidade das ações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da coesão.*
- *Hipótese 4.5d: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva na volatilidade das ações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da densidade.*

***Proposição 5: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa no desempenho organizacional de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade normativa.***

*Proposição 5.1: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa no valor da empresa de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade normativa.*

- *Hipótese 5.1a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa no valor da empresa de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da emissão de ADRs.*
- *Hipótese 5.1b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na volatilidade das ações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da reputação.*

*Proposição 5.2: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na rentabilidade das organizações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade normativa.*

- *Hipótese 5.2a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na rentabilidade de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da emissão de ADRs.*
- *Hipótese 5.2b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na rentabilidade de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da reputação.*

*Proposição 5.3: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa no risco não sistemático das organizações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade normativa.*

- *Hipótese 5.3a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa no risco não sistemático de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da emissão de ADRs.*
- *Hipótese 5.3b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa no risco não sistemático de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da reputação.*

*Proposição 5.4: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na liquidez das ações das organizações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade normativa.*

- *Hipótese 5.4a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na liquidez de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da emissão de ADRs.*
- *Hipótese 5.4b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na liquidez de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da reputação.*

*Proposição 5.5: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na volatilidade das ações das organizações de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade normativa.*

- *Hipótese 5.5a: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na volatilidade de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da emissão de ADRs.*



- *Hipótese 5.5 b: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa na volatilidade de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da reputação.*

Todas as hipóteses delineadas anteriormente podem ser sintetizadas no Quadro 7 e no Quadro 8.

**Quadro 7 – Síntese das Hipóteses Derivadas das Proposições 1, 2 e 3.**

Variável	Indicador	Variável Dependente				
		Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Legitimidade Formal Regulatória	Novo Mercado	H1.1a	H1.2a	H1.3a	H1.4a	H1.5a
	Nível 2	H1.1b	H1.2b	H1.3b	H1.4b	H1.5b
	Nível 1	H1.1c	H1.2c	H1.3c	H1.4c	H1.5c
Legitimidade Cultural-cognitiva	Eigenvector	H2.1a	H2.2a	H2.3a	H2.4a	H2.5a
	Structural Holes	H2.1b	H2.2b	H2.3b	H2.4b	H2.5b
	Coefficiente de Agrupamento	H2.1c	H2.2c	H2.3c	H2.4c	H2.5c
Legitimidade Normativa	ADRs ( <i>Dummy</i> )	H3.1a	H3.2a	H3.3a	H3.4a	H3.5a
	Reputação	H3.1b	H3.2b	H3.3b	H3.4b	H3.5b

No Quadro 7, pode se observar que, para cada uma das variáveis independentes, temos um conjunto de indicadores, oito no total. Como temos um total de cinco indicadores em relação à variável dependente, necessitamos de 40 hipóteses para testar todas as afirmações presentes nas proposições. Elas foram testadas tanto na amostra completa, quanto na amostra de empresas com liquidez no mercado. Entendemos que existe um número demasiado grande de hipóteses; no entanto, como as proposições são formulações teóricas, mesmo apontando relações entre construtos, elas não podem ser diretamente observadas sem o auxílio de hipóteses testáveis. Apesar da aparente complexidade empírica, a lógica conceitual é simples.

**Quadro 8 – Síntese das Hipóteses Derivadas das Proposições 4 e 5.**

Variável	Indicador	Variável Dependente				
		Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Legitimidade Cultural-cognitiva	Eigenvector	H4.1a	H4.2a	H4.3a	H4.4a	H4.5a
	Structural Holes	H4.1b	H4.2b	H4.3b	H4.4b	H4.5b
	Coefficiente de Agrupamento	H4.1c	H4.2c	H4.3c	H4.4c	H4.5c
	Densidade	H4.1d	H4.2d	H4.3d	H4.4d	H4.5d
Legitimidade Normativa	ADRs ( <i>Dummy</i> ) <sup>1</sup>	H5.1a	H5.2a	H5.3a	H5.4a	H5.5a
	Reputação	H5.1b	H5.2b	H5.3b	H5.4b	H5.5b

No Quadro 8, fizemos o mesmo procedimento que no quadro anterior, no entanto o enfoque agora recai sobre as proposições 4 e 5. Como elas derivam de uma situação de moderação da legitimidade formal regulatória nas demais variáveis, somente os indicadores referentes à legitimidade cultural-cognitiva e à legitimidade formal regulatória foram avaliados. Com isso, derivamos 30 hipóteses a serem testadas empiricamente.

#### 2.4.2 Esquema Analítico e Síntese das Proposições da Pesquisa

As proposições delineadas anteriormente podem ser sintetizadas no esquema analítico, representado por relações entre as variáveis na Figura 8. Como é visto na figura, primeiramente avaliamos o efeito direto (linhas contínuas) das variáveis independentes, legitimidade cultural-cognitiva e legitimidade normativa, tal como o efeito direto da variável moderadora, legitimidade formal regulatória, no desempenho das organizações. Após isso, avaliaremos como a legitimidade formal regulatória modera o efeito das variáveis independentes (linhas com traços e pontilhados), já que se espera que elas assumam valores diferentes na presença e na ausência de práticas formais de governança.

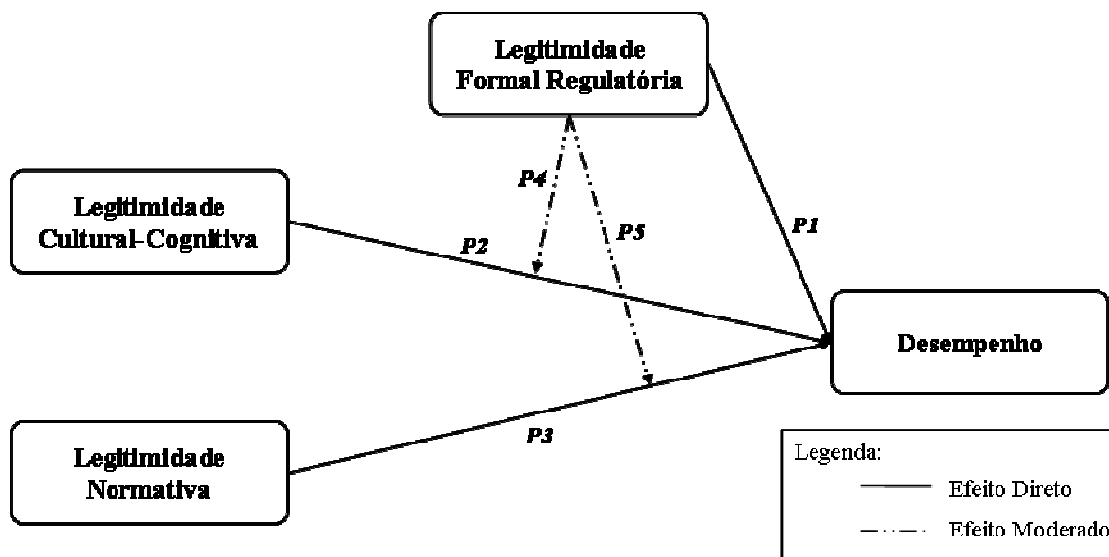


Figura 8 – Esquema Analítico da Conjuntura Teórica.

Cada uma das relações entre as variáveis, seja por influência direta, ou por moderação, foi transformada em proposições, sintetizadas a seguir:

*Proposição 1: A legitimidade formal regulatória afeta positivamente o desempenho organizacional.*

*Proposição 2: A legitimidade cultural-cognitiva afeta positivamente o desempenho organizacional.*

*Proposição 3: A legitimidade normativa afeta positivamente o desempenho organizacional.*

*Proposição 4: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade cultural-cognitiva no desempenho organizacional de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade cultural-cognitiva.*

*Proposição 5: A legitimidade formal regulatória modera o efeito da legitimidade normativa no desempenho organizacional de forma que, em níveis mais altos de legitimidade formal, menor o efeito da legitimidade normativa.*

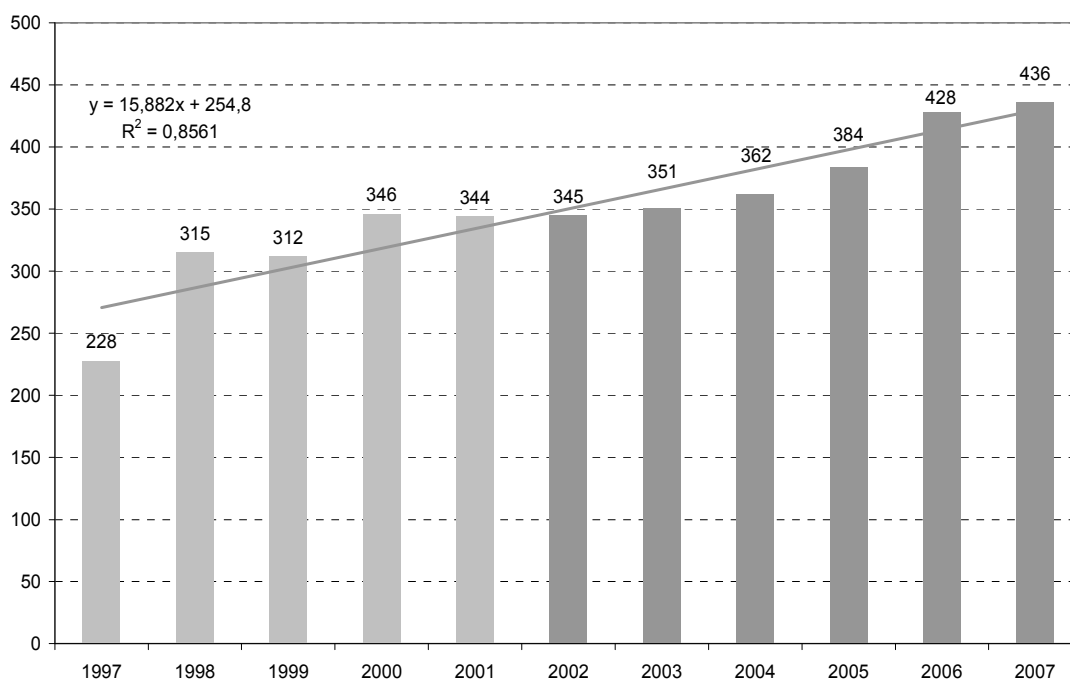
### 3 METODOLOGIA

Diante das proposições teóricas e hipóteses de pesquisa desdobradas da conjectura teórica proposta neste trabalho, buscamos delinear os procedimentos operacionais, analíticos e metodológicos que dão suporte à tese proposta neste estudo. Para tanto, em primeiro lugar, definimos o *locus* do trabalho, dos quais destacamos a população e suas amostras, bem como a origem dos dados. Depois disso, apresentamos a definição constitutiva e operacional das variáveis dependentes, moderadora, independentes e de controle. Posteriormente, o desenho da pesquisa é apresentado, destacando-se, na sequência, as etapas da pesquisa e os procedimentos de análise. Por fim, apresentamos as limitações deste estudo.

#### 3.1 POPULAÇÃO, AMOSTRA E DADOS

Como o foco de nosso estudo é compreender o papel das práticas de governança corporativa enquanto mecanismo de legitimidade formal das empresas de capital aberto brasileiras, definimos como população deste estudo as companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. No entanto como nosso problema de pesquisa envolve a adesão aos mercados diferenciados de governança corporativa, principalmente o Novo Mercado, tivemos que restringir o tempo de coleta para após a abertura destes mercados (Dezembro de 2000), mais especificamente após a adesão das primeiras empresas ao Novo Mercado, que ocorreu somente no ano de 2002 (*vide* PROCIANOY; VERDI, 2009). Dessa forma, considerando o total de empresas que divulgaram suas informações para o órgão regulador competente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tal como os anos em que tais informações estão disponíveis no Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) desse órgão, temos como população o total de 2.306 observações, que ocorreram entre os anos de 2002 e 2007, configurando-se num intervalo de tempo de seis anos (*vide* Figura 9). Todavia como algumas empresas não apresentavam informações suficientemente detalhadas para montar a base, selecionamos 2.263 observações, envolvendo o total de 480 empresas. Dessas empresas, 38 tiveram que ser removidas devido à ausência de informação na base de dados *Economatica*<sup>®</sup>, inviabilizando a coleta dos indicadores financeiros e de mercado. Sendo assim, tivemos como amostra o total de 442 organizações, que geraram 2.091 observações (90,7 % da informação existente). Entendemos que essa redução não se enquadra como viés da amostra, apesar de essa redução não permitir que chamemos esse estudo de censitário, mas de amostral por disponibilidade (BABBIE, 1999).

Adicionalmente, fizemos algumas análises considerando somente parte da amostra com o objetivo de discriminar relações entre diferentes tipos de organizações. Essa amostra envolve somente empresas que apresentaram liquidez maior que 0,001%, ou seja, que apresentaram algum tipo de negociação de papéis na bolsa. Segundo Silveira (2006), essa faixa de corte se deve ao fato de que empresas com ações pouco negociadas tendem a ter a cotação de suas ações não adequadas ao valor de mercado, o que interfere na precisão do cálculo do valor da empresa por meio do  $Q$  de Tobin.



**Figura 9 – Número de Empresas de Capital Aberto Listadas na Bovespa.**

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Os dados relativos a cada uma das organizações foram coletados por meio de fontes secundárias, tanto por meio de bases de dados eletrônicas, como por forma documental. Entre as bases de dados eletrônicas estão o Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da CVM, a base de informações da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e o aplicativo *Economatica*<sup>®</sup>, que reúne informações financeiras, contábeis e econômicas das empresas de capital aberto brasileiro. Entre as fontes documentais lista-se a pesquisa anual sobre as *Empresas Mais Admiradas no Brasil*, realizada pela revista *Carta Capital*. Todas as informações foram agregadas em planilhas eletrônicas, sendo depois exportadas para os aplicativos utilizados: *UCINET 6* (BORGATTI; EVERETT; FREEMAN, 2002) e *PAJEK*

(BATAGELJ; MRVAR, 2005) para a análise de redes; *SPSS*, *STATA* e *GRAETL* para a análise estatística e de dados em painel.

### 3.2 DEFINIÇÃO CONSTITUTIVA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

Buscando suportar empiricamente este estudo, definimos constitutivamente e operacionalmente cada uma das variáveis, assim como seus respectivos indicadores. Dos quatro blocos de variáveis que utilizamos, primeiro apresentamos a variável dependente, suas definições e indicadores. Depois, expomos a variável moderadora e as variáveis independentes, para depois apresentar as variáveis de controle. No fim, fizemos uma síntese das variáveis e indicadores utilizados.

#### 3.2.1 Variável Dependente

##### DESEMPENHO ORGANIZACIONAL

D.C.: Elemento pelo qual uma organização descreve o quanto bem ou mal está utilizando seus recursos para criar valor acima da expectativa de seus proprietários (BARNEY, 1996; CARTON; HOFER, 2006). Como destaca M. Meyer (1994), os parâmetros nos quais as organizações se baseiam para definir seu desempenho são socialmente construídos, o que sempre condiciona sua avaliação.

D.O.: Em primeiro lugar, devemos considerar que o desempenho organizacional é uma variável de segunda ordem, não podendo ser diretamente acessado (CARTON; HOFER, 2006). Dessa forma, existem vários tipos de dimensões de desempenho organizacional, cada um deles com um número considerável de indicadores (BARNEY, 1996). Para atender ao nosso objetivo, avaliamos três conjuntos de indicadores, seguindo a classificação feita por Carton e Hofer (2006), cujas medidas foram obtidas no aplicativo *Economatica*<sup>®</sup>. Como medida de avaliação de desempenho no mercado acionário, utilizamos o *Q* de Tobin, que nos indica o valor da empresa. Para avaliar a rentabilidade da organização, utilizamos o Retorno sobre os Ativos (ROA). Para avaliar a estabilidade e a aceitação da organização no mercado, utilizamos três indicadores: Liquidez das Ações, Volatilidade das Ações e Risco Não Sistemático. Todos os indicadores estão definidos abaixo.

##### Valor da Empresa

D.C.: Soma do valor de mercado das ações da empresa e de seus débitos em relação ao valor contábil de seu ativo (BOZEC; DIA; BOZEC, 2009; CHUNG; PRUITT, 1994).

D.O.: Seguindo uma série de estudos anteriores que buscaram avaliar o efeito da adoção de práticas de governança no valor da empresa (BOAVENTURA *et al.* 2009; BOZEC; DIA; BOZEC, 2009; CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005; LAMEIRA; NESS JUNIOR; MACEDO-SOARES, 2007; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2009; SILVEIRA, 2006; SILVEIRA *et al.*, 2009; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), operacionalizamos a medida de valor da empresa, para cada ano, por meio do  $Q$  de Tobin. Seguindo a adaptação de Chung e Pruitt (1994, p. 72), a medida é formalmente definida como:  $Tobin's\ Q = VMO + VMP + DIVT / AT$ . Sendo que  $VMO$  = valor de mercado das ações ordinárias;  $VMP$  = valor de mercado das ações preferenciais;  $DIVT$  = valor contábil das dívidas de curto e longo prazo da empresa, mais especificamente a soma do Passivo Circulante com o Exigível a Longo Prazo, subtraído do Ativo Circulante menos os Estoques;  $AT$  = valor contábil do ativo total da organização.

#### Rentabilidade

D.C.: Razão entre a lucratividade da empresa e seus ativos, que indica a habilidade da organização em utilizar seus recursos para gerar lucros (CARTON; HOFER, 2006).

D. O.: Em consonância com uma diversidade de estudos que avaliaram tanto o efeito das práticas de governança (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2009; SILVEIRA, 2006; SILVEIRA *et al.*, 2009; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008) como o efeito da legitimidade no desempenho (DECKER, 2008; DEEPHOUSE; CARTER, 2005; FOMBRUN; SHANLEY, 1990; LOVE; KRAATZ, 2009; ROBERTS; DOWLING, 2002; WADE *et al.*, 2006; ZHANG; WIERSEMA, 2009), utilizamos como medida de rentabilidade anual o Retorno sobre os Ativos (ROA). Ela é definida formalmente como:  $ROA = LAJIR / AT$ , em que  $LAJIR$  = lucro antes dos juros e impostos,  $AT$  = valor contábil do ativo total. Essa medida é conhecida também como  $LAJIRDA$  (*vide* SILVEIRA, 2006).

#### Liquidez das Ações

D.C.: Habilidade de transacionar um alto volume de ações sem mover o preço da ação (PASTOR; STAMBAUGH, 2003).

D.O.: Das várias medidas de liquidez de ações existentes (*vide* PROCIANOY; VERDI, 2009), seguimos estudos anteriores que utilizaram a liquidez considerando a frequência e o volume dessas transações (*vide* LAMEIRA; NESS JUNIOR; MACEDO-SOARES, 2007; MENDES-

DA-SILVA; MAGALHÃES FILHO, 2005; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2009; PROCIANOY; VERDI, 2009; SILVEIRA, 2006; SILVEIRA *et al.*, 2009). A premissa desse indicador é que, quanto maior a liquidez da ação, maior a capacidade da organização em adquirir recursos no mercado, apontando que ela é mais desejada pelos investidores.

Formalmente ela é definida como:  $Liq = \frac{100p\sqrt{nv/NV}}{P}$ , onde:  $p$  = número de dias no qual a ação foi negociada;  $P$  = número total de dias do período;  $n$  = número de negócios com a ação dentro do período;  $N$  = número de negócios com todas as ações dentro do período;  $v$  = volume de dinheiro com a ação dentro do período;  $V$  = volume de dinheiro com todas as ações dentro do período. Tais informações são disponibilizadas pelo sistema *Economatica*®.

### Volatilidade da Ação

D.C.: Grau de variação do preço da ação em determinado período de tempo (FOMBRUN; SHANLEY, 1990). Como apontam Fombrun e Shanley (1990) e Malacrida e Yamamoto (2006), quanto maior a volatilidade, maior o risco.

D.O.: Assim como fizeram estudos anteriores (CARVALHAL DA SILVA, 2004, FOMBRUN; SHANLEY, 1990; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006), usamos a volatilidade do ativo como medida de risco. Para tanto, utilizamos o indicador disponível no *Economatica*® considerando o retorno semanal das ações ( $\ln(\text{cotação da semana } t / \text{cotação da semana } t-1)$ ). Calculamos a volatilidade anual dos retornos da ação de cada empresa em relação aos últimos 12 meses.

### Risco Não Sistemático

D.C.: Variabilidade do preço da ação associada aos eventos que afetam exclusivamente determinada empresa (BANSAL; CLELLAND, 2004).

D.O.: Em consonância com Bansal e Clelland (2004) e Silveira (2006), além do risco de mercado avaliado pela volatilidade da ação, nós avaliamos o risco não sistemático das organizações (também conhecido como risco idiossincrático) por meio do desvio padrão do termo de erro gerado a partir do modelo de precificação de ativos financeiros (*CAPM*). De acordo com Copeland e Weston (1992), podemos definir o *CAPM* pela função  $\tilde{R}_a = \beta_a \tilde{R}_m + \tilde{\varepsilon}_{sa}$ , em que  $\tilde{R}_a$  = logaritmo natural da taxa de retorno semanal do ativo  $a$ ,  $\tilde{R}_m$  é o logaritmo natural do retorno semanal da carteira de mercado, em nosso caso o índice Bovespa;  $\beta_a$  é o



termo que indica o risco sistemático e  $\tilde{\varepsilon}_{sa}$  é o risco não sistemático, inerente à empresa. Dessa forma, para avaliar o risco não sistemático, utilizamos o termo do erro:  $\tilde{\varepsilon}_{sa}$ . Em termos operacionais, consideramos o período de um ano para calcular os modelos, em que rodamos uma regressão linear para cada uma das 1.400 observações que tiveram pelo menos 11 cotações semanais dentro de cada ano. Com os resíduos salvos para cada observação, geramos o desvio padrão do erro para cada uma das observações que compuseram a variável.

### 3.2.2 Variável Moderadora

Como nosso interesse é avaliar o efeito da racionalização de um esquema formal de práticas organizacionais (governança corporativa) e sua influência tanto no desempenho das organizações, como no relacionamento entre outras origens da legitimidade e desempenho, buscamos operacionalizar esse efeito por meio da moderação da legitimidade formal regulatória nas demais origens da legitimidade. Uma variável é tida como **moderadora** quando a força do relacionamento entre duas variáveis depende desta variável (PREACHER; RUCKER, HAYES, 2007). Assumimos que a legitimidade formal regulatória exerce o papel de moderadora, condicionando a influência da legitimidade normativa e cultural-cognitiva em relação a sua presença ou ausência. Para tanto, definimos essa variável a seguir.

#### LEGITIMIDADE FORMAL REGULATÓRIA

D.C.: Dimensão da legitimidade derivada da conformidade com regras: organizações legítimas são aquelas que estão legalmente estabelecidas ou estão de acordo com as leis ou regimentos (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000; SCOTT, 1995, 2008).

D.O.: Para avaliar o condicionamento da legitimidade originada de um esquema formal regulatório de participação do mercado de ações, utilizamos três indicadores de participação nos mercados diferenciados da Bovespa: presença no Novo Mercado, presença no Nível 2 de Governança e presença no Nível 1 de Governança. Consideramos como categoria de comparação com os níveis diferenciados o mercado tradicional. Para tanto, definimos cada um dos indicadores seguindo estudos anteriores (LAMEIRA; NESS JUNIOR; MACEDO-SOARES, 2007; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2009; PROCIANOY; VERDI, 2009; SILVEIRA, 2006; SILVEIRA; BARROS, 2008; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006; SILVEIRA *et al.*, 2009; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), cujas definições dos indicadores estão apontadas a seguir.

### Novo Mercado

D.C.: Seção da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) destinada à negociação de companhias que se submetam a exigências mais avançadas em termos de direitos dos acionistas investidores e melhores práticas de governança corporativa (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002).

D.O.: Variável *dummy* (binária) que assume valor igual a 1 se a empresa participa do Novo Mercado, em determinado ano, e valor 0 para os outros casos.

### Nível 2 de Governança Corporativa

D.C.: Mercado diferenciado da Bovespa que é muito similar ao Novo Mercado, porém é menos restritivo às regras de emissões de ações, permitindo a emissão de ações preferenciais, sem direito a voto (BOVESPA, 2009).

D.O.: Variável *dummy* (binária) que assume valor igual a 1 se a empresa participa do Nível 2 de Governança Corporativa (grau intermediário de exigências), em determinado ano, e valor 0 para todos os outros casos.

### Nível 1 de Governança Corporativa

D.C.: Mercado diferenciado da Bovespa, com menor número de exigências que os demais níveis, mas que exige maiores informações da empresa, auxiliando na avaliação sobre o valor da empresa (BOVESPA, 2009).

D.O.: Variável *dummy* (binária) que assume valor igual a 1 se a empresa participa do Nível 1 de Governança Corporativa (grau mais baixo de exigências), em determinado ano, e valor 0 para todos os outros casos.

## **3.2.3 Variáveis Independentes**

### LEGITIMIDADE CULTURAL-COGNITIVA

D.C.: Dimensão da legitimidade que deriva da conformidade com modelos e padrões socialmente aceitos no ambiente organizacional (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000; SCOTT, 1995, 2008).

D.O.: Nós operacionalizamos a dimensão cultural-cognitiva por meio de dois tipos de indicadores. Um deles envolve a instituição que é vista como pilar das práticas de governança: o conselho de administração (ROE, 2004). Como apontam Certo e Hodge

(2007), Higgins e Gulati (2006), Wade *et al.* (2006) e Zhang e Wiersema (2009), a qualidade, o prestígio e a certificação dos conselheiros são indícios de sua legitimidade (MIZRUCHI, 1996; SELZNICK, 1971), já que o mercado toma como certo que bons executivos melhoram os resultados da organização, o que é comprovado por esses estudos. Entre as formas de avaliar a legitimidade originada do conselho, seguimos Mizruchi (1996), avaliando-a por meio da estrutura de relações, conhecida como *board interlocking* (KIM, 2005). Utilizamos o método de análise de redes sociais para mapear o relacionamento corporativo das organizações, considerando como laços entre elas o compartilhamento de conselheiros e executivos. (*vide*, por exemplo, DAVIS; MIZRUCHI, 1999; GULATI; WESTPHAL, 1999; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2008). Após a análise, três medidas foram obtidas como indicadores da legitimidade originada do conselho: prestígio; lacunas estruturais e coesão. Todas elas obtidas por meio do *software UCINET 6* (BORGATTI; EVERETT; FREEMAN, 2002). O segundo tipo de indicador envolve a análise da institucionalização de formas organizacionais, que, em nosso caso, refere-se à adoção de níveis diferenciados de governança, vista como indicador de legitimidade cognitiva. Assim, abaixo definimos constitutivamente e operacionalmente tais indicadores.

#### Prestígio do Conselho

D.C.: Capacidade que a organização tem de atingir seus objetivos em virtude da posição favorável que seu conselho possui (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008).

D.O.: Como medidas de prestígio, em relação a sua dimensão estrutural, envolvem o posicionamento de um determinado ator em relação aos demais (WASSERMAN; FAUST, 1994), escolhemos a medida denominada *Eigenvector* (centralidade de aproximação), que avalia o grau de centralização de um nó considerando, também, a centralidade dos laços vizinhos, ou seja, ela leva em conta o grau de hierarquização das relações para compor o indicador (DE NOOY; MRVAR; BATAGELJ, 2005; HANNEMAN; RIDDLE, 2005). Em nosso caso, avaliaremos o escore de cada organização, em relação à amplitude do domínio de seu conselho, para cada um dos anos em que teve atividade na bolsa.

#### Lacunas Estruturais

D.C.: Refere-se à capacidade de um ator (conselheiro, neste estudo) em receber informação, recursos e conhecimento por meio de seus contatos (BURT, 1992). Pressupõe-se que, quanto maior o capital social por meio dos laços fracos, maior o prestígio e, por sua vez, maior o acesso a recursos (LIN, 2001; MIZRUCHI, 1996).

D.O.: Como buscamos avaliar a amplitude dos laços que os conselheiros estabelecem entre as organizações utilizaremos a medida de lacunas estruturais (BURT, 1992). Para Burt (1992), lacunas estruturais (*Structural Holes*) são os relacionamentos não redundantes entre dois contatos. Assim, quanto menor o número de laços redundantes, maior o número de lacunas estruturais, havendo menor redundância de informação. O elemento fundamental das lacunas estruturais está na extensão que a estrutura social de uma arena competitiva cria oportunidades para certos agentes por meio de seus relacionamentos (BURT, 1992). Nesses termos, o controle e a participação na difusão da informação definem o capital social das lacunas estruturais (BURT, 2002; KIRSCHBAUM; VASCONCELOS, 2007). Mais especificamente utilizamos a medida de eficiência dos laços (BURT, 1992, p. 53), que mensura o número de contatos não redundantes *EffSize* em relação ao total de contatos  $n$  de um ator  $i$ . Como trabalhamos com dados binários, utilizamos a forma simplificada da equação desenvolvida por Borgatti (1997). Formalmente, considerando que um ator  $i$  apresenta  $n$  número de contatos, podemos avaliar o número de contatos redundantes por meio da equação  $D_{alters} = 2l/n$ , em que  $l$  é o número de laços entre  $n$  (*alters*). Já que  $D_{alters}$  indica o total de laços redundantes, consideramos como laços não redundantes *EffSize* como  $n - D_{alters}$ . Dessa forma, a proporção de laços não redundantes *Efficiency* é dado por  $EffSize/n$ . Utilizamos essa medida por não apresentar alta correlação com o número de contatos e por sua representatividade em relação ao engajamento nos laços fracos (GRANOVETTER, 1973). Como há variação anual de conselheiros que fazem parte das organizações, calculamos essa medida para cada ano de participação da empresa na bolsa.

### Coesão do Conselho

D.C.: Aumento da densidade (média de laços compartilhados localmente) entre conselheiros de diferentes organizações (MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2008; WASSERMAN; FAUST, 1994), ocasionando maior capital social. Para Lin (2001), capital social refere-se à ideia de que investimento nas relações sociais pode ocasionar em maior acesso a ampla variedade de recursos. Dessa forma, participar da conexão com redes ou grupos, com certo grau de familiaridade, aumenta as chances de aquisição de vantagens.

D.O.: Para avaliar o grau de coesão das organizações em relação aos laços entre conselheiros, utilizamos a medida coeficiente de agrupamento (WATTS; STROGATZ, 1998; WATTS, 1999). O coeficiente de agrupamento (*cluster coefficient*) mede a densidade local da rede, em termos de seu aninhamento local, indicando como os contatos de um ator estão

recursivamente ligados entre si. Em outras palavras, quanto maior o número de *cliques* que eles formam (laços mútuos entre, no mínimo, 3 participantes), maior o agrupamento da rede. Formalmente, podemos definir o coeficiente de agrupamento *CC* como  $3 \times \text{número de cliques} / \text{número de trios conectados}$ . Ele pode variar de 0 a 1, em que redes totalmente agrupadas apresentam coeficiente 1, enquanto aquelas totalmente desagrupadas apresentam coeficiente 0. Calculamos essa medida para cada ano de participação da empresa na bolsa.

### Densidade Populacional

D.C.: Número total de organizações que apresentam determinada forma organizacional dentro de uma população específica (ALDRICH; RUEF, 2006; HANNAN; CARROL, 1992; HANNAN; FREEMAN, 1989). Como apontam Ruef e Scott (1998), ecologistas populacionais têm conceitualizado a legitimidade cognitiva utilizando a densidade da forma organizacional como *proxy* do grau de institucionalização.

D.O.: Seguindo estudos anteriores (ALDRICH; RUEF, 2006; DEEDS; MANG; FRANDSEN, 2004; FOMBRUN; SHANLEY, 1990; HANNAN; CARROL, 1992; HANNAN; FREEMAN, 1989), nós operacionalizamos a densidade organizacional apontando, em cada ano, o número de organizações que participaram dos mercados diferenciados da Bovespa, somando o total de organizações de cada um dos três mercados, para gerar o escore de densidade da forma organizacional.

### LEGITIMIDADE NORMATIVA

D.C.: Dimensão da legitimidade que deriva das normas e valores da sociedade ou do ambiente social relevante para o negócio, apontando a organização como apropriada ou desejável perante tais normas ou valores (ALDRICH; FIOL, 1994; RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 1995, 2008; SCOTT *et al.*, 2000; ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002).

D.O.: Segundo estudos anteriores, a legitimidade normativa foi operacionalizada por meio da presença de certificações (ARCHIBALD, 2004; RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT *et al.*, 2000) e por meio da reputação da organização perante sua audiência (DEEDS; MANG; FRANDSEN, 2004; DEEPHOUSE; CARTER, 2005; FOMBRUN; SHANLEY, 1990; LOVE; KRAATZ, 2009). No primeiro caso, utilizamos como indicador uma certificação de mercado. No segundo caso, utilizamos um tipo de avaliação do mercado, que é *proxy* de reputação. Sendo assim, as definições dos indicadores estão dispostas abaixo.

### Certificação do Mercado

D. C.: Artefatos formais com aparência de elementos técnicos, que servem à legitimidade das organizações, sinalizando mudanças no ambiente no sentido de que configuram a necessidade de aparato mais palpável para evidenciar a qualidade operacional (MEYER; ROWAN, 1977; ROSSONI; CRUBELLATE, 2008).

D.O.: Entre as certificações do mercado de ações, a mais valorizada é a participação no mercado de ações norte-americano por meio da emissão de *ADRs* (*American Depositary Receipts*) nas bolsas de Nova York ou NASDAQ, já que tal adesão indica aceitação de níveis diferenciados de governança (SILVEIRA; BARROS, 2008; SILVEIRA *et al.*, 2009). Sendo assim, seguindo estudos anteriores, operacionalizamos a emissão de *ADRs* por meio de uma variável *dummy* que assume valor 1 quando a organização emite aquele tipo de ação, em determinado ano, e valor 0 quando não. Coletamos essas informações no sistema da Comissão de Valores Mobiliários, conferindo algumas informações no site [www.adr.com](http://www.adr.com), organizado pelo banco J. P. Morgan.

### Reputação

D.C.: Expectativa generalizada sobre o comportamento da firma ou seu desempenho, baseada em percepções coletivas sobre o comportamento e desempenho passado (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008; RINDOVA *et al.*, 2005).

D.O.: Utilizamos o escore das *Empresas Mais Admiradas no Brasil*, segundo pesquisa anual desenvolvida no país pela revista *Carta Capital*. A pesquisa, inspirada na *The Most Admired Companies* da revista americana *Fortune* (que foi fonte de estudos como os de DEEPHOUSE; CARTER, 2005; FOMBRUN; SHANLEY, 1990; LOVE; KRAATZ, 2009; ROBERTS; DOWLING, 2002), realizada há mais de 10 anos, é desenvolvida pela *Carta Capital/InterScience*, na qual incorpora a percepção do empresariado em relação a critérios econômicos e financeiros de empresas que atuam no Brasil, assim como aspectos relacionados à imagem (marca, atitudes, qualidade, administração, competitividade e maneiras de se comunicar e se relacionar com a sociedade). Para se ter como exemplo, no ano de 2006 foram consultados, por meio de entrevistas, 1.224 casos, entre eles empresários, presidentes de organizações e executivos. Todos os consultados indicaram a empresa que mais admiram, independentemente de setor, bem como a identidade corporativa para cada um dos 11 quesitos (fatores-chave) sob as quais o indicador de reputação é construído. Os fatores-chave são: ética; respeito pelo consumidor; qualidade de produtos/serviços; compromisso com

recursos humanos; solidez financeira; compromisso com o País; capacidade de competir globalmente; qualidade de gestão; responsabilidade social; notoriedade e inovação. Essa avaliação também se replicou para cada um dos setores avaliados em cada ano, que, no ano de 2005, por exemplo, envolveu 43 setores. Operacionalizamos essa variável considerando a posição da empresa no *ranking* geral das *Empresas Mais Admiradas* em cada um dos seis anos avaliados (2002-2007). No entanto destacamos somente as vinte primeiras da listagem, já que, a partir desse ponto, a discriminação entre elas é menos precisa. Destacamos também as melhores empresas de cada setor. Com as empresas identificadas, verificamos quais delas faziam parte da Bolsa de Valores de São Paulo, vinculando os resultados da pesquisa aos outros indicadores (*vide* APÊNDICE B – Empresas mais Admiradas entre as Listadas na Bovespa). Para manter a natureza ordenada da reputação (*vide* DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008), atribuímos o maior valor para empresas que alcançaram o primeiro lugar do *ranking* em determinado ano, diminuindo o valor em uma unidade para cada posição inferior (*valor da variável* =  $22 - \text{posição no ranking}$ ). No caso das melhores do setor, quando não estavam entre as 20 primeiras da análise geral, atribuímos valor 1, e, para todas as demais empresas, valor 0. Por exemplo, uma empresa que fosse apontada como a mais admirada recebeu o valor 21 ( $22-1$ ), uma empresa na décima posição o valor 12 ( $22-10$ ), e uma empresa mais admirada em seu setor o valor 1 ( $22-21$ ).

### 3.2.4 Variáveis de Controle

Definimos algumas variáveis de controle objetivando garantir que os parâmetros fornecidos pelas variáveis independentes utilizadas na análise não sejam demasiadamente inflacionadas devido à ausência de fatores que afetam o fenômeno do desempenho (BOYD; GOVE; HIT, 2005). Com isso, evitamos efeitos espúrios, garantindo a validade concorrente das relações entre variáveis independentes e dependentes (NETMEYER; BEARDEN; SHARMA, 2003). Para tanto, seguindo estudos anteriores que avaliaram o impacto das práticas de governança (p.ex. DECKER, 2008; DEEDS; MANG; FRANDSEN, 2004; DEEPHOUSE; CARTER, 2005; FOMBRUN; SHANLEY, 1990; LOVE; KRAATZ, 2009) e da legitimidade no desempenho (p.ex. BOZEC; DIA; BOZEC, 2009; LAMEIRA; NESS JUNIOR; MACEDO-SOARES, 2007; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2009; PROCIANOY; VERDI, 2009; SILVEIRA, 2006; SILVEIRA; BARROS, 2008; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006; SILVEIRA *et al.*, 2009; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), listamos

os seguintes indicadores de controle: tamanho da empresa; tempo de operação da empresa na Bovespa; alavancagem financeira; setor<sup>34</sup>.

#### Tamanho da Empresa

D.C.: Volume do ativo total da empresa em determinado período (WAYMIRE, 1985; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2009)

D.O.: Para diminuir problemas de simetria e curtose, o tamanho da empresa em relação ao valor contábil do ativo total foi logaritmizado (*vide* CARVALHAL DA SILVA, 2004; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2008; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2009; SILVEIRA, 2006). Tal variável é importante, pois há fortes indícios de seu efeito na adoção de práticas de governança (MENDES-DA-SILVA *et al.* 2009, SILVEIRA; BARROS, 2008) e no aumento do desempenho (BANSAL; CLELLAND, 2004; LOVE; KRAATZ, 2009; SILVEIRA, 2006).

#### Idade

D.C.: Anos de operação na Bolsa de Valores de São Paulo (HANIFFA; COOKE, 2002; MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2009).

D.O.: Como indicador de idade, definimos a quantidade de anos de operação da empresa no mercado acionário brasileiro. Essa medida foi operacionalizada por meio de seu logaritmo natural, assim como fizeram Mendes-da-Silva *et al.* (2009). Não optamos utilizar a idade da empresa em relação a seu tempo de atuação no mercado produtivo porque, em nosso caso, ela se mostra menos importante que seu tempo de atuação no mercado acionário. Além disso, tais informações são bem difíceis de ser coletadas com maior precisão, principalmente devido ao processo de fusões e aquisições pelo qual essas empresas passam.

#### Alavancagem Financeira

D.C.: Dívida financeira total da organização em relação ao ativo total (BARNEY, 1996; CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006)

D.O.: Vista como uma medida que relata a estrutura de capital da organização (SILVEIRA, 2006), ela aponta a extensão que a organização utiliza capital de terceiros para financiar suas operações. Consideramos essa variável porque existem indícios que empresas mais

---

<sup>34</sup> Não utilizamos a variável ano porque ela apresentava problemas de colinearidade com nossos principais indicadores: adesão aos mercados diferenciados de governança. Como utilizamos, na maior parte das análises, modelos que são robustos para variações anuais, como os modelos fixos e aleatórios, entendemos que essa postura não enviesou os resultados.



endividadas tendem a ter maior retorno financeiro devido a sua necessidade de pagamentos (ROE, 2005).

### Setor

D.C.: Ramo de atividade comercial no qual a organização atua.

D.O.: Seguindo estudos anteriores (PROCIAHOY; VERDI, 2009; SILVEIRA, 2006), controlamos o efeito do setor, já que existe evidência de que ele é antecedente de várias das variáveis utilizadas (*vide* SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). Para tanto, criamos ( $s - 1$ ) variáveis *dummy* em que  $s$  é o número de setores identificados no *Economatica*<sup>®</sup>, considerando como categoria de referência o setor *outros* por esse apresentar maior número de observações. Na base 21 setores puderam ser identificados: Agro e Pesca; Alimentos e Bebidas; Comércio; Construção; Eletroeletrônicos; Energia Elétrica; Finanças e Seguros; Fundos; Máquinas Industriais; Mineração; Minerais Não Metálicos; Outros; Papel e Celulose; Petróleo e Gás; Química; Siderurgia e Metalurgia; Software e Dados; Telecomunicações; Têxtil; Transportes e Serviços; Veículos e Peças.

### **3.2.5 Definição de Outros Termos Relevantes**

#### Governança Corporativa

D. C.: Todo o conjunto de meios jurídicos, culturais e arranjos institucionais que determina o que as empresas de capital aberto podem fazer, quem pode controlá-las, como seu controle é exercido, e como os riscos e retornos das atividades das quais são responsáveis são alocados (BLAIR, 1995, p. 3).

### 3.2.6 Síntese dos Indicadores Utilizados

Todos os indicadores que apresentamos anteriormente estão apontados no quadro abaixo, assim como sua fonte de informação.

**Quadro 9 – Variáveis, Indicadores e Fonte dos Dados.**

<b>Variável</b>	<b>Indicador</b>	<b>Fonte de Dados</b>
<b>Dependente</b>		
Desempenho	Valor ( <i>Q</i> de Tobin)	Economatica®
	Rentabilidade (ROA)	Economatica®
	Risco Não Sistemático (Erro do CAPM)	Economatica®
	Liquidez das ações	Economatica®
	Volatilidade	Economatica®
<b>Moderadora</b>		
Legitimidade Formal Regulatória	Novo Mercado ( <i>NMDummy</i> )	Bovespa
	Nível 2 ( <i>N2Dummy</i> )	Bovespa
	Nível 1 ( <i>N1Dummy</i> )	Bovespa
<b>Independentes</b>		
Legitimidade Cultural-Cognitiva	Prestígio ( <i>Eigenvector</i> )	CVM*
	Lacunas Estruturais ( <i>Structural Holes</i> )	CVM*
	Coesão ( <i>Cluster Coefficient</i> )	CVM*
	Densidade da População	Bovespa
Legitimidade Normativa	Reputação (Empresas mais Admiradas)	Revista Carta Capital
	Certificação de Mercado ( <i>ADRs</i> )	CVM e J. P. Morgam
<b>Controles</b>		
	Tamanho da Empresa (ln do Valor do Ativo Total)	Economatica®
	Idade (ln dos Anos na Bolsa)	CVM
	Alavancagem Financeira (Endividamento)	Economatica®
	Setor (20 variáveis <i>Dummy</i> )	Economatica®

\* Dados brutos disponíveis na CVM. Indicadores criados pelo autor.

### 3.3 DESENHO DA PESQUISA

O presente estudo pode ser enquadrado como de natureza explicativa. Como vamos além de simplesmente descrever os elementos envolvidos na legitimidade e no desempenho (na concepção de WHETTEN, 1989, vamos além de definir **o que** pesquisar), ele é explicativo, pois buscamos apontar como as diferentes dimensões da legitimidade organizacional afetam o desempenho organizacional, por meio da operacionalização de tais conceitos em variáveis observáveis.

Sendo assim, utilizamos o método quantitativo de pesquisa, já que buscamos avaliar uma grande quantidade de casos no decorrer do tempo, com a intenção de entender como esse fenômeno ocorre em sua totalidade, não se questionando aspectos idiossincráticos de cada caso em particular. Para tanto, assumimos as relações entre variáveis como **dadas**. Sob esse aspecto, entendemos que não há nenhuma inconsistência com o arcabouço teórico utilizado,

pois em hipótese alguma a análise institucional aponta para o uso exclusivo de métodos processuais (para discussão, *vide* ROSSONI; GUARIDO FILHO, 2009). Além disso, um dos aspectos relacionados à legitimidade é sua natureza objetivada (BERGER; LUCKMANN, 2008), o que lhe garante durabilidade e estabilidade espaciotemporal. Assim, mesmo sendo a existência da legitimidade uma construção social, suas origens podem ser materializadas em objetos definidos de forma realista, como, por exemplo, avaliações, certificados, avaliação de especialistas, entre outras formas. É a partir desse ponto que fizemos a relação entre o objeto e a teoria.

No que se refere ao paradigma epistemológico de pesquisa, o estudo pauta-se em métodos objetivistas e estruturalistas de análise, principalmente no que concerne aos elementos de ordem quantitativa. Entretanto para sua interpretação sob uma perspectiva institucional de análise, entende-se que esta segue a perspectiva estruturacionista, pois, segundo Giddens (1989), qualquer análise de fenômeno social não deve se ater somente a elementos estruturais ou a elementos subjetivos, mas sim a ambos, pois estes são recursivamente construídos. Cabe ainda ressaltar que estar amparado em tal perspectiva não se confunde, nem se pode confundir, com uma lógica circular e recursiva de análise da faceta empírica do estudo, mas sim com a forma pela qual desencadeamos os argumentos lógicos na explicação de tal faceta. A teoria da estruturação, enquanto teoria que se aproxima de uma teoria do conhecimento ou de uma meta-teoria, não pode ser reduzida à natureza empírica dos fenômenos, haja o risco de dá-la um caráter objetivista que esta não possui. Dessa forma, como já exposto por Rossoni e Guarido Filho (2009), estudos na perspectiva estruturacionista devem ser enquadrados dentro um amplo programa de pesquisa, no sentido lakatosiano do termo (*vide* LAKATOS, 1978), cujas condições iniciais são dadas pelos pressupostos da teoria, em que os diversos processos de condicionamento, emergência, simultaneidade e de estruturação devem ser relacionados no âmbito lógico da teoria.

Além disso, como apontam Olsen e Morgan (2005), método e metodologia são elementos distintos. Portanto podemos utilizar métodos quantitativos e estruturalistas, assim como de origem no individualismo metodológico, sem isso significar, em hipótese alguma, que estamos vendo esse fenômeno dentro de uma metodologia construída de forma funcionalista ou positivista.

O delineamento da pesquisa é do tipo pesquisa documental, já que coletamos dados em arquivos, boletins, relatórios, *sites* de entidades, tal como a partir de índices disponibilizados para os usuários de informações do mercado acionário brasileiro (para critérios de definição de pesquisa documental, ver BRUYNE; HERMAN; SCHOUTHEETE, 1982; já para coleta a

partir de índices e relatórios, ver ROESCH, 1999). Como afirmam Burt e Lin (1977), os dados disponíveis em documentos são de grande valia, principalmente em pesquisas longitudinais, pois possibilitam a reconstrução de eventos passados. Segundo Bardin (1977) e Chaumier (1971), a pesquisa documental é aquela que utiliza materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser elaboradas ou codificadas de acordo com o objetivo da pesquisa.

A perspectiva temporal de análise é longitudinal, desenvolvida por meio da abordagem de dados em painel não balanceado, pois consideramos uma série de observações de um conjunto de organizações, que não necessariamente estão presentes em todos os anos (GREENE, 2000). Com esse aspecto, podemos avaliar o efeito da legitimidade com maior acurácia, devido ao aumento do número de observações, tal como podemos avaliar o efeito temporal das relações entre variáveis. Sendo assim, definimos como unidades de análise as organizações listadas na Bovespa, avaliando-as no conjunto de observações disponíveis no tempo avaliado (período de seis anos que vai de 2002 a 2007), cujo nível de análise foi o organizacional.

### 3.4 ETAPAS DA PESQUISA E PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE

Com o problema definido e as proposições especificadas, apresentamos no Quadro 10 as etapas de pesquisa, destacando as proposições envolvidas, o delineamento predominante, tal como os procedimentos analíticos com seus respectivos mecanismos de coleta e testes adicionais.

**Quadro 10 – Especificação das Etapas da Pesquisa.**

<b>Etapas</b>	<b>Delineamento Predominante</b>	<b>Procedimentos e Testes e Coleta</b>
1º Fase - Análise Descritiva das Variáveis	Quantitativo	<p><i>Procedimento de Análise:</i> Análise Estatística Univariada e Bivariada</p> <p><i>Mecanismo de Coleta:</i> Pesquisa Documental e Bases de Dados Eletrônicas</p> <p><i>Técnicas Estatísticas:</i> Análise Descritiva, Teste <i>Qui-quadrado</i> e Cramer's V, Correlação de Pearson, Regressão Linear Simples, Teste de Colinearidade</p>
2º Fase - Análise da Influência da Legitimidade no Desempenho Organizacional: Proposições 1, 2 e 3	Quantitativo	<p><i>Procedimento de Análise:</i> Análise de Dados em Painel</p> <p><i>Mecanismo de Coleta:</i> Pesquisa Documental e Bases de Dados Eletrônicas</p> <p><i>Testes de Ajuste do Modelo:</i> Teste de White, Teste F de Chow, Teste de Breuch-Pagan, Teste de Hausman</p>

3º Fase - Análise do Efeito Moderador da Legitimidade Formal Regulatória (Proposição 4 e 5)	Quantitativo	<i>Procedimento de Análise:</i> Análise de Dados em Painel Seccionada (Procedimento de Arnold, 1982)
		<i>Mecanismo de Coleta:</i> Pesquisa Documental e Bases de Dados Eletrônicas
		<i>Teste de Ajuste do Modelo:</i> Teste de White, Teste F de Chow, Teste de Breuch-Pagan, Teste de Hausman, Teste <i>Qui-quadrado</i> de diferença de coeficientes
4º Fase - Validação dos Resultados	Quantitativo	<i>Procedimento de Análise:</i> Comparação de Média entre as Variáveis Independentes Agrupadas (Método de Agrupamento <i>k-means</i> ) e Variáveis Dependentes
		<i>Mecanismo de Coleta:</i> Pesquisa Documental e Bases de Dados Eletrônicas
		<i>Teste de Ajuste do Modelo:</i> Teste ANOVA de Comparação de Médias

Como está apresentado no quadro acima, na **1ª etapa**, fizemos a descrição das variáveis buscando, em primeiro lugar, avaliar a qualidade dos indicadores por meio da análise descritiva e da correlação entre as variáveis. Depois disso, comparamos algumas categorias de relevância para nosso estudo, objetivando descrever a amostra por meio da comparação de proporções (*Qui-quadrado* e *Cramer's V*). Seguindo a sugestão de Shaver (2007), avaliamos a relação funcional (se é linear, curvilínea, loglinear, entre outras) entre as variáveis individualmente por meio da regressão simples, no método de estimação de ajuste. Fizemos isso porque, no caso de se selecionar a forma funcional equivocadamente, podemos ter resultados enviesados. Por fim, com a intenção de diminuir o risco de estimação de coeficientes enviesados por causa da existência de alta correlação entre as variáveis independentes, fizemos o diagnóstico de colinearidade, avaliando o grau de tolerância e o fator de inflação da variância (VIF). Como aponta Field (2009), variáveis em que o valor da tolerância é menor que 0,2, e com VIF maior que 5, têm problemas de colinearidade. Caso contrário, seus estimadores são precisos.

Na **2ª etapa**, avaliamos a relação entre as variáveis independentes e dependentes por meio da análise de dados em painel (proposições 1, 2 e 3). De forma intuitiva, os dados em painel são utilizados quando temos vários casos (*N*) com um número razoável de observações no tempo (*T*), configurando-se em *NxT* observações (BALTAGI, 2005). No presente estudo, três categorias de modelos econométricos de regressão foram empregados: o agrupamento de dados de corte a partir dos Mínimos Quadrados Ordinários (*MQO agrupado*), os efeitos fixos (*EF*) e os efeitos aleatórios (*EA*). Segundo Greene (2000), a escolha depende do ajuste do modelo aos pressupostos, que são avaliados por meio de três hipóteses: (a) a existência ou não

de um único intercepto das unidades de corte transversal (avaliada por meio do teste de F de Ficher); (b) se a variância do intercepto é igual a zero (teste Multiplicador de *Lagrange* modificado pela proposição de *Breusch e Pagan*); (c) se os estimadores são consistentes a partir da estimação dos Mínimos Quadrados Generalizados (teste de *Hausman*). A partir da avaliação dessas hipóteses, escolhemos o melhor modelo para cada uma das relações entre variáveis. Também avaliamos se os modelos apresentavam problemas de heterocedasticidade por meio do teste de White. No caso de a hipótese nula ser verdadeira, não há problema de heterocedasticidade; caso contrário, há heterocedasticia. Repetimos os procedimentos acima para as subamostras utilizadas no estudo: (1) verificando o melhor ajuste em cada um dos modelos para a amostra de empresas com liquidez maior que 0,001; (2) verificando o melhor ajuste para empresas do grupo de governança diferenciada, assim como para o grupo de governança tradicional.

Na **3ª etapa** de análise, avaliamos o efeito moderador da legitimidade formal regulatória, lembrando que uma variável é tida como moderadora quando a força do relacionamento entre duas variáveis depende desta variável (PREACHER; RUCKER, HAYES, 2007). Tradicionalmente, como sugerem Baron e Kenny (1986), o efeito moderador pode ser avaliado por meio da interação entre a variável independente e a moderadora. No entanto, como aponta Arnold (1982), esse procedimento pode gerar interpretações equivocadas porque, diante da colinearidade entre o termo de interação com as variáveis moderadora e independente, os coeficientes ficam enviesados. Para resolver o problema esse autor sugere dividir a amostras em dois subgrupos: num deles está contido os casos que apresentam valores altos ou a presença do elemento moderador; no outro, pelo contrário, há valores baixos ou a ausência do elemento moderador. Após isso, feitas as análises de regressões, os coeficientes das variáveis independentes devem ser comparados entre si por meio do teste *Qui-quadrado*, cuja fórmula dispõe-se abaixo:

$$\chi^2_{\text{emp}} = \frac{(\beta_2 - \beta_1)^2}{(se_2^2 + se_1^2)}$$

Em que, o valor do *beta1* é o coeficiente da variável independente no grupo 1; o valor do *beta2* é o coeficiente da variável independente no grupo 2; *se1* é o erro padrão do coeficiente do grupo 1; *se2* é o erro padrão do coeficiente do grupo 2. Com o valor do *Qui-quadrado* calculado para cada uma das comparações dos coeficientes entre os dois grupos, aceitamos o efeito moderador quando este foi significativo.

Em nosso caso, dividimos nossa amostra em dois grupos: um para empresas que adotaram níveis diferenciados de práticas de governança corporativa (Novo Mercado e Nível

2), que denominados como Governança Diferenciada; outro de empresas que não adotaram tais níveis (Nível 1 e Mercado Tradicional). Optamos por não incluir as empresas participantes do Nível 1 no grupo das empresas com governança diferenciada devido à pouca exigência, em termos de padrões de governança, que esse nível exige (*vide* BOVESPA, 2009).

Por fim, na **4ª etapa**, validamos os resultados das regressões de dados painel por meio da análise de grupos conhecidos (NETEMEYER; BEARDEN; SHARMA, 2003), também chamada de validação por geração de normas (CHURCHILL, 1979). Basicamente esse procedimento consistiu em comparar as médias dos valores das variáveis dependentes em relação aos diferentes grupos formados pelas variáveis independentes. Avaliamos a significância dessas diferenças por meio do Teste ANOVA, na expectativa de que a diferença entre as médias dos grupos refletisse a influência de cada uma das variáveis independentes nos modelos de dados em painel. No caso das variáveis binárias, *ADRs*, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, a comparação foi simples, pois bastava verificar se a participação nessas modalidades estava relacionada a melhores escores médios para cada uma das variáveis dependentes. Já no caso das variáveis de razão e intervalares, *Structural Holes*, *Eigenvector*, Coeficiente de Agrupamento e Reputação, agrupamos cada uma delas, buscando três categorias ordenadas: uma com valores altos; outra com valores intermediários; outra com valores baixos. Utilizamos a análise de *clusters*, mais precisamente o método de agrupamento *k-means*, porque tínhamos *a priori* o número de grupos. Este procedimento de validação dos resultados foi extremamente útil porque, em alguns casos, havia muitas observações com valores negativos entre as variáveis dependentes. Sendo assim, coeficientes com valores negativos, ao invés de representarem uma influência negativa, na verdade, podem indicar um efeito positivo de determinada variável independente, já que na copresença de coeficientes e valores negativos o efeito é positivo.

### 3.5 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Qualquer trabalho acadêmico é desenvolvido durante um processo em que várias escolhas são feitas. Algumas delas são agradáveis, outras nem tanto. Entre essas escolhas desagradáveis, a mais difícil é escolher os limites do trabalho. Sabemos que uma tese sempre pode ser aprimorada: os objetos podem ser mais bem explorados; o tempo escolhido de análise pode ser maior; o número de variáveis pode ser ampliado; mais métodos podem ser empregados; e a qualidade da explicação pode ser melhor. Mas, como atividade humana, ela sempre sofre uma série de limites que envolvem o agente que a produz, assim como a própria

natureza do conhecimento científico. No último ponto, enquanto elemento central da ciência, a teoria sempre é uma abstração simbólica, que nunca é, nem nunca será, o objeto de fato. O que tentamos fazer é achar objetos que representem o esquema lógico conceitual que desenvolvemos, para, de alguma forma, tentar contribuir com a perspectiva teórica que escolhemos.

Essa é a principal limitação do estudo: legitimidade não é um conceito diretamente acessível (RUEF; SCOTT, 1998; SUCHMAN, 1995). Enquanto elemento estrutural, ele reside e se apresenta no sistema social como traço de memória, sendo acessível somente em sua dimensão interpretativa. Como apontam Deephouse e Suchman (2008), na existência dessa limitação, alguns pesquisadores utilizam uma série de elementos que supostamente indicam a aprovação ou aceitação por parte das audiências consideradas relevantes para a organização (SCOTT *et al.*, 2000). Diante de tal fato, a maior parte das tentativas de se avaliar a legitimidade ocorre por meio de suas origens, entre elas se destacando certificações, avaliações, atendimento a normas, leis e regulamentos, reputação, prestígio e *status*, entre outras (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008).

Sendo assim, criamos alguns indicadores que refletem a legitimidade organizacional das empresas listadas no mercado acionário brasileiro, mas que, na realidade, não é a legitimidade em sua total amplitude. Todavia, mesmo sabendo dessas limitações, seguimos estudos anteriores (p.ex. ARCHIBALD, 2004; SCOTT *et al.*, 2000), buscando operacionalizar a legitimidade organizacional por meio de suas origens formal regulatória, cultural-cognitiva e normativa, já que tal esforço pode contribuir para maior compreensão do fenômeno da legitimidade.

Outra limitação deste estudo envolve a ausência de verificação dos mecanismos sociais que imperam no campo estudado, já que nos apoiamos em inferências desenvolvidas em teorias de alcance mais amplo. Isso significa dizer que mesmo sabendo que a legitimidade tem papel fundamental no desempenho das empresas listadas na bolsa, desconhecemos os meios pelos quais os diferentes atores envolvidos no processo de negociação de ações no mercado interpretam a realidade, pois tomamos a relação entre os fatores como dada. Somente com uma investigação mais próxima da conduta estratégica dos agentes de mercado é possível avaliar como ocorre o processo de reprodução da legitimidade, assim como de outros elementos estruturais, no mercado acionário brasileiro.



## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Diante dos procedimentos metodológicos delineados na seção anterior, apresentamos os resultados empíricos da relação entre legitimidade e desempenho. Para tanto, em primeiro lugar destacamos as estatísticas descritivas das variáveis, apontando, além delas, o número de empresas e observações relatadas por setor, as empresas participantes dos mercados diferenciados, a qualidade do ajuste das variáveis e as correlações. Após isso, buscando avaliar empiricamente a influência da legitimidade no desempenho organizacional, apresentamos os resultados dos modelos de dados em painel, objetivando testar as hipóteses derivadas das proposições 1, 2 e 3. Adicionalmente, fizemos uma avaliação das mesmas relações considerando somente um número restrito de observações que tiveram liquidez no mercado acionário. Por fim, avaliamos o efeito moderador da legitimidade formal regulatória, com a intenção de testar as hipóteses derivadas das proposições 4 e 5. Para tanto, avaliamos o efeito das variáveis independentes nos indicadores de desempenho considerando dois grupos distintos: um envolvendo organizações que pertencem a mercados de maior exigência acerca das práticas de governança (Novo Mercado e Nível 2), que as definimos como organizações legitimadas formalmente; outro com organizações que não aderiram a tais mercados (Mercado Tradicional e Nível 1), que denominamos como organizações não legitimadas por tais práticas. Com essas avaliações disponíveis, pudemos comparar os resultados dos dois grupos, buscando verificar até que ponto a participação ou não em mercados formalmente instituídos moderam a influência da legitimidade cultural-cognitiva e normativa no desempenho organizacional.

### 4.1 DESCRIÇÃO DA AMOSTRA E DAS VARIÁVEIS

Na Tabela 1, podemos verificar o total de empresas que fizeram parte do estudo, seccionadas por setor de atuação. Das 480 organizações com informações disponíveis na CVM, descartamos 38 por não apresentarem informações suficientes na base de dados *Economatica*. Com isso, conseguimos avaliar 442 organizações. Dessas organizações, 81 delas, que correspondem a 18%, foram classificadas como categoria residual (outros), o que poderia comprometer a especificação da influência setorial nos resultados. Todavia como não buscamos avaliar a influência do setor, mas somente controlar seu efeito, entendemos que essa situação não enviesou os resultados. Já entre os outros setores, energia elétrica (48 empresas) e finanças e seguros (42) seguem como os de maior participação na Bolsa de

Valores de São Paulo, respondendo juntamente por 21% das organizações. Todos os outros setores apresentam menos que 10% das empresas listadas.

**Tabela 1 – Número de Observações e Empresas por Setor.**

Setores	Observações							Empresas		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total	%	n	%
Agro e Pesca	1	2	2	3	4	4	16	1%	4	1%
Alimentos e Beb	18	17	18	19	22	24	118	6%	26	6%
Comércio	14	14	13	13	15	16	85	4%	19	4%
Construção	11	11	13	18	29	32	114	5%	33	7%
Eletroeletrônicos	7	7	8	9	9	9	49	2%	10	2%
Energia Elétrica	36	37	39	43	47	48	250	12%	48	11%
Finanças e Seguros	25	26	26	25	38	39	179	9%	42	10%
Fundos	1	2	2	2	2	2	11	1%	2	0,5%
Máquinas Indust	3	4	4	3	5	5	24	1%	5	1%
Mineração	1	2	2	2	4	6	17	1%	6	1%
Minerais não Met	4	4	4	4	4	4	24	1%	4	1%
Outros	57	56	59	66	71	75	384	18%	81	18%
Papel e Celulose	8	8	8	8	7	7	46	2%	8	2%
Petróleo e Gas	5	5	5	5	6	6	32	2%	6	1%
Química	18	19	19	17	16	16	105	5%	23	5%
Siderur & Metalur	27	25	27	27	28	27	161	8%	30	7%
Software e Dados	0	0	2	3	2	3	10	0%	3	1%
Telecomunicações	24	24	24	18	17	17	124	6%	25	6%
Têxtil	24	27	25	28	28	28	160	8%	30	7%
Transporte Serviç	12	11	12	13	15	14	77	4%	17	4%
Veículos e peças	19	18	17	18	16	17	105	5%	20	5%
Total	315	319	329	344	385	399	2.091	-	442	-

As 442 organizações analisadas neste estudo forneceram o total de 2.091 observações entre os anos de 2002 e 2007, gerando uma média de 4,73 observações por empresa. Como nem todas as organizações operaram na bolsa durante todo o período (*vide* APÊNDICE A – Organizações Avaliadas no Estudo), o número de observações é diferente para cada uma delas, o que não é problema para os modelos de dados em painel que adotamos. Além disso, se observarmos a Tabela 1, o percentual de casos por setor é muito próximo ao percentual de organizações, o que indica que as observações refletem a distribuição setorial de empresas.

Além da distribuição das empresas por setor, apresentamos na Tabela 2 o número de empresas que adotaram práticas diferenciadas de governança no período ou que negociaram suas ações no mercado acionário norte-americano (NYSE e NASDAQ). Como pode ser observado, o número de organizações que emitiram *American Depositary Receipts (ADRs)*

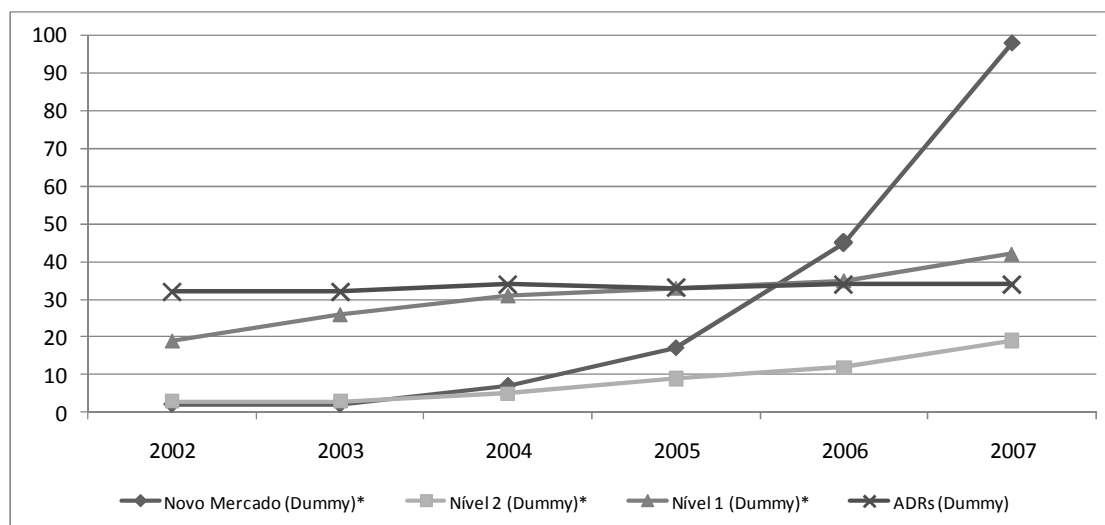
manteve-se estável durante os anos de 2002 e 2007. Entretanto o número de organizações que adotaram práticas diferenciadas de governança vem aumentando a cada ano.

**Tabela 2 – Número de Empresas Participantes dos Mercados Diferenciados.**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )*	2	2	7	17	45	98
Nível 2 ( <i>Dummy</i> )*	3	3	5	9	12	19
Nível 1 ( <i>Dummy</i> )*	19	26	31	33	35	42
ADRs ( <i>Dummy</i> )	32	32	34	33	34	34

\* Crescimento significativo no número de adesões (Teste *Qui-quadrado*).

Na Figura 10, podemos ver a trajetória de desenvolvimento desses mercados diferenciados. Enquanto a adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa e ao Nível 2 apresentou um crescimento significativo, porém constante, o número de organizações que aderiu ao Novo Mercado, o mais exigente em termos de práticas de governança corporativa, vem crescendo exponencialmente. Tal crescimento acompanhou o incremento de organizações na bolsa, já que nos anos de 2006 e 2007 houve um aumento significativo no número de participantes, e boa parte delas abriu seu capital diretamente no mercado com nível máximo de governança.



**Figura 10 – Trajetória de Adesão das Empresas nos Mercados Diferenciados de Ações.**

Apesar de não ser foco desse estudo, o fato de as organizações optarem por abrir seu capital diretamente no Novo Mercado da Bovespa por si só sinaliza um fenômeno interessante a ser estudado, principalmente porque não existe nenhum tipo de benefício pecuniário direto por aderir a tais mercados. Supomos que as organizações fazem tal opção porque, diante da

ausência de legitimação de suas ações perante os investidores, uma alternativa para aumentar sua aceitação no mercado acionário é por meio da adesão aos níveis diferenciados de governança, já que esses funcionam como mitos legitimadores (MEYER; ROWAN, 1977). Assim, além do aspecto ligado à eficiência da gestão corporativa, organizações buscam se legitimar perante sua audiência adotando práticas de governança (FISS, 2008; ROE, 2005) diante da crença disseminada que maiores níveis de governança garantem maior transparência, respeito aos acionistas e gestão independente do conselho (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006).

**Tabela 3 – Estatísticas Descritivas, Tolerância e Fator de Inflação da Variância.**

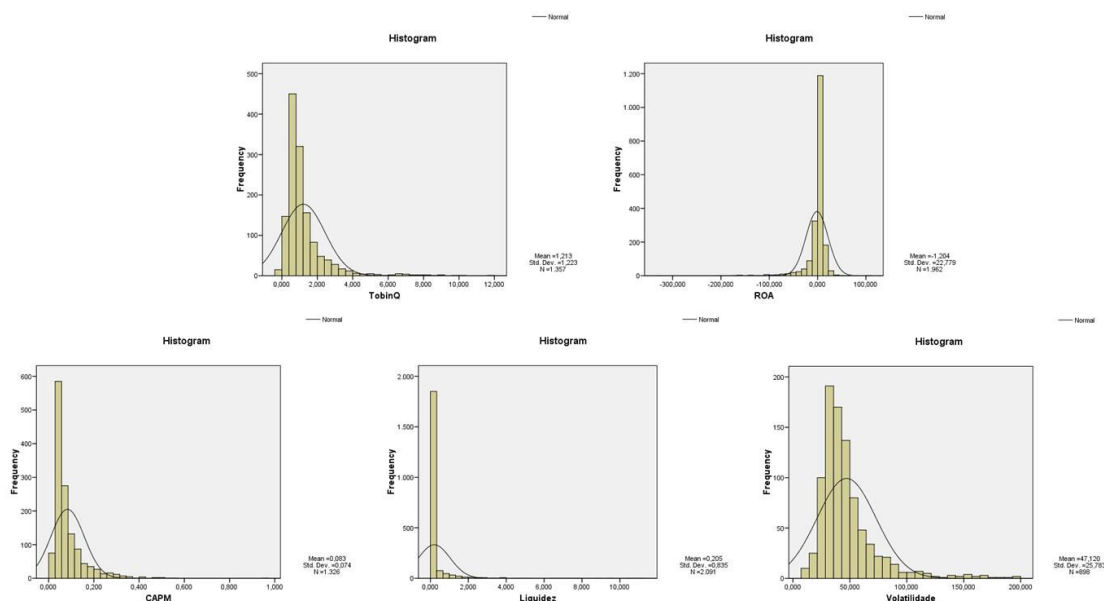
Indicador	N	Média	D. P.	Mín.	Máx.	Simet.	Curt.	Toler.	VIF
Idade (ln)	2.091	2,563	1,034	0,000	4,331	-0,948	0,056	0,797	1,255
Tamanho (ln do Ativo Total)	2.012	13,372	2,381	1,099	19,695	-0,865	3,257	0,624	1,603
Alavancagem	1.864	53,957	307,657	0,000	6088,00	14,201	220,344	0,986	1,014
ROA (Retorno sobre o Ativo)	1.962	-1,204	22,779	-327,000	102,000	-4,944	41,786	-	-
Liquidez das Ações	2.091	0,205	0,835	0,000	11,114	8,007	79,916	-	-
Volatilidade das Ações	898	47,120	25,783	8,000	198,000	2,491	8,406	-	-
Q de Tobin	1.357	1,213	1,223	-0,287*	11,737	3,515	17,125	-	-
Risco Não Sistemático (erro do CAPM)	1.326	0,083	0,074	0,006	0,963	3,447	21,526	-	-
Structural Holes	2.091	0,387	0,402	0,000	1,000	0,420	-1,424	0,877	1,140
Eigenvector	2.091	0,003	0,052	-0,415	0,402	-0,913	37,914	0,976	1,024
Coeficiente de Agrupamento	2.091	0,251	0,384	0,000	1,000	1,138	-0,405	0,861	1,161
Reputação	2.091	0,422	2,427	0,000	21,000	6,350	40,820	0,822	1,217
Densidade da Forma Organizacional	2.091	74,308	48,273	25,000	162,000	0,871	-0,651	-	-
ADRs ( <i>Dummy</i> )	2.091	0,095	0,294	0,000	1,000	2,761	5,629	0,723	1,384
Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )	2.091	0,082	0,274	0,000	1,000	3,055	7,338	0,793	1,262
Nível 2 ( <i>Dummy</i> )	2.091	0,024	0,154	0,000	1,000	6,171	36,114	0,967	1,034
Nível 1 ( <i>Dummy</i> )	2.091	0,089	0,285	0,000	1,000	2,890	6,358	0,821	1,218

\* Valores negativos removidos, já que não há possibilidade de se ter valor de mercado negativo.

Além desses aspectos relacionados ao campo pesquisado e à adesão a níveis diferenciados de governança, apresentamos na Tabela 3 as estatísticas descritivas das variáveis. Como pode se observar, nem todos os indicadores apresentaram dados completos para todos os casos. Alguns deles não estavam disponíveis para todas as observações, como é o caso do tamanho, da alavancagem, do retorno sobre o ativo, da volatilidade das ações e do Q de Tobin. Tivemos que remover outros dados devido a inconsistências ou por configurarem como *outliers* extremos. Sendo assim, removemos 5 observações do tamanho, medido pelo

logaritmo do ativo total, 34 observações do retorno sobre o ativo, 5 observações sobre volatilidade, 21 do  $Q$  de Tobin e 478 do erro do  $CAPM$ . No caso deste último indicador, o número de remoções foi alto porque o resultado das regressões equivocadamente atribuiu valor 0 aos casos com dado perdido, o que é incorreto.

Em relação à qualidade dos indicadores, nenhum deles apresentou problemas de colinearidade, como apresentado na Tabela 3, já que nenhum apresentou valor de Tolerância menor que 0,2 e valor de VIF maior que 5. Porém alguns deles apresentaram concentração de valores muito próximos da média, demonstrado pelo alto valor da curtose.



**Figura 11 – Histograma das Variáveis Dependentes.**

Essa concentração pode ser ilustrada, por exemplo, nos histogramas das variáveis dependentes (*vide* Figura 11). Como observado, apesar de uma tendência de normalidade das variáveis, há grande proporção de casos com valores medianos, não sendo passível de solucionar tal problema por meio do logaritmo natural. Como os dados refletem a realidade, e como não há grandes problemas de simetria, nossa única alternativa era trabalhar com os dados na forma que estão, ou seccionando a amostra por algum critério, como o de liquidez (*vide* SILVEIRA, 2006). Adotamos as duas opções.

Para completar a descrição das variáveis, na Tabela 4 e na Tabela 5, apresentamos a correlação entre as variáveis. Dividimos os resultados em duas tabelas devido ao grande número de variáveis utilizadas. Nas tabelas, os números nas colunas correspondem às variáveis listadas na primeira coluna.

Tabela 4 – Correlação entre as Variáveis (Parte 1).

	1	2	3	4	5	6
1. Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )	1	-,047*	-,093**	,148**	,123**	,047*
2. Nível 2 ( <i>Dummy</i> )	-,047*	1	-,049*	,076**	,006	-,006
3. Nível 1 ( <i>Dummy</i> )	-,093**	-,049*	1	,143**	,026	,081**
4. Structural Holes	,148**	,076**	,143**	1	,041	,107**
5. Eigenvector	,123**	,006	0,026	0,041	1	0,014
6. Coeficiente de Agrupamento	,047*	-,006	,081**	,107**	,014	1
7. Densidade	,322**	,088**	0,036	,096**	,184**	,086**
8. ADRs ( <i>Dummy</i> )	-,019	,065**	,322**	,116**	-,006	,094**
9. Reputação	,036	,030	,254**	,090**	,011	0,023
10. Idade (ln)	-,372**	-,049*	,077**	-,156**	-,022	-,147**
11. Tamanho (ln do Ativo Total)	,106**	,092**	,327**	,255**	,032	,233**
12. Alavancagem	-0,033	-0,016	-0,023	-,075**	-,007	-,053*
13. ROA (Retorno sobre o Ativo)	,081**	0,040	,095**	,118**	,019	,116**
14. Liquidez das Ações	,205**	0,051	-,065*	,064*	,065*	-,053*
15. Volatilidade das Ações	,005	,048*	,221**	,115**	-,035	,066**
16. <i>Q</i> de Tobin	-,058	-0,048	-,186**	-,155**	-,012	-,128**
17. Risco Não Sistemático (erro do CAPM)	-,135**	-,084**	-,199**	-,154**	-,018	-,101**
	7	8	9	10	11	12
1. Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )	,322**	-0,019	0,036	-,372**	,106**	-,033
2. Nível 2 ( <i>Dummy</i> )	,088**	,065**	0,030	-,049*	,092**	-,016
3. Nível 1 ( <i>Dummy</i> )	0,036	,322**	,254**	,077**	,327**	-,023
4. Structural Holes	,096**	,116**	,090**	-,156**	,255**	-,075**
5. Eigenvector	,184**	-0,006	0,011	-0,022	0,032	-,007
6. Coeficiente de Agrupamento	,086**	,094**	0,023	-,147**	,233**	-,053*
7. Densidade	1	-0,022	-0,009	-,099**	,090**	,004
8. ADRs ( <i>Dummy</i> )	-,022	1	,409**	-0,011	,383**	-,025
9. Reputação	-,009	,409**	1	-0,029	,244**	-,014
10. Idade (ln)	-,099**	-0,011	-0,029	1	-,054*	,067**
11. Tamanho (ln do Ativo Total)	,090**	,383**	,244**	-,054*	1	-,127**
12. Alavancagem	0,004	-0,025	-0,014	,067**	-,127**	1
13. ROA (Retorno sobre o Ativo)	,105**	,082**	,087**	-,079**	,300**	-,529**
14. Liquidez das Ações	,249**	-0,050	,132**	-,155**	-,171**	,477**
15. Volatilidade das Ações	-0,007	,519**	,448**	0,013	,375**	-,018
16. <i>Q</i> de Tobin	,133**	-,142**	-,119**	,067*	-,388**	,202**
17. Risco Não Sistemático (erro do CAPM)	-,013	-,179**	-,116**	,112**	-,423**	,161**

\*\* p &lt; 0,01    \* p &lt; 0,05

**Tabela 5 – Correlação entre as Variáveis (Parte 2).**

	13	14	15	16	17
1. Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )	,081**	,205**	,005	-,058	-,135**
2. Nível 2 ( <i>Dummy</i> )	,040	,051	,048*	-0,048	-,084**
3. Nível 1 ( <i>Dummy</i> )	,095**	-,065*	,221**	-,186**	-,199**
4. Structural Holes	,118**	,064*	,115**	-,155**	-,154**
5. Eigenvector	,019	,065*	-,035	-,012	-,018
6. Coeficiente de Agrupamento	,116**	-,053*	,066**	-,128**	-,101**
7. Densidade	,105**	,249**	-0,007	,133**	-,013
8. ADRs ( <i>Dummy</i> )	,082**	-0,050	,519**	-,142**	-,179**
9. Reputação	,087**	,132**	,448**	-,119**	-,116**
10. Idade (ln)	-,079**	-,155**	,013	,067*	,112**
11. Tamanho (ln do Ativo Total)	,300**	-,171**	,375**	-,388**	-,423**
12. Alavancagem	-,529**	,477**	-0,018	,202**	,161**
13. ROA (Retorno sobre o Ativo)	1	-,348**	,077**	-,313**	-,277**
14. Liquidez das Ações	-,348**	1	0,011	,237**	,179**
15. Volatilidade das Ações	,077**	0,011	1	-,109**	-,183**
16. <i>Q</i> de Tobin	-,313**	,237**	-,109**	1	,952**
17. Risco Não Sistemático (erro do CAPM)	-,277**	,179**	-,183**	,952**	1

\*\* p < 0,01    \* p < 0,05

#### 4.2 INFLUÊNCIA DA LEGITIMIDADE NO DESEMPENHO

Tendo como objetivo testar as hipóteses derivadas das proposições 1, 2 e 3, avaliamos a influência dos indicadores relativos à legitimidade formal regulatória (proposição 1), legitimidade cultural-cognitiva (proposição 2) e legitimidade normativa (proposição 3) nos indicadores de desempenho. Como optamos por incorporar cinco diferentes medidas de desempenho, temos um bloco de análise para cada um dos indicadores da variável dependente. Na Tabela 6, apresentamos os resultados acerca do Valor da Empresa, mensurado a partir do *Q* de Tobin (proposições 1.1, 2.1 e 3.1). Os antecedentes da Rentabilidade do Ativo são verificados na Tabela 7 (proposições 1.2, 2.2 e 3.2). Na Tabela 8, destacamos os resultados em relação ao risco não sistemático, medido por meio do desvio padrão do erro do *CAPM* (proposições 1.3, 2.3 e 3.3). Já na Tabela 9, avaliamos a influência das variáveis independentes na liquidez das organizações (proposições 1.4, 2.4 e 3.4). Por fim, na Tabela 10, avaliamos o efeito da legitimidade na volatilidade (proposições 1.5, 2.5 e 3.5).

**Tabela 6 – Influência da Legitimidade no Valor da Empresa (*Q* de Tobin).**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Variáveis Independentes</i>					
Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )		0,723*** (0,207)			0,690*** (0,210)
Nível 2 ( <i>Dummy</i> )		0,224 (0,142)			0,158 (0,111)
Nível 1 ( <i>Dummy</i> )		0,204 (0,124)			0,170 (0,129)
Structural Holes			0,234*** (0,064)		0,217*** (0,063)
Eigenvector			0,258 (0,166)		0,238 (0,160)
Coefficiente de Agrupamento			-0,035 (0,064)		-0,046 (0,063)
ADRs ( <i>Dummy</i> )				-0,067 (0,237)	-0,240 (0,208)
Reputação				0,060*** (0,018)	0,055*** (0,018)
<i>Variáveis de Controle</i>					
Idade (ln)	1,210*** (0,236)	1,144*** (0,234)	1,204*** (0,230)	1,222*** (0,235)	1,156*** (0,229)
Tamanho (ln do Ativo Total)	-0,181 (0,154)	-0,223 (0,154)	-0,197 (0,152)	-0,186 (0,154)	-0,236 (0,152)
Alavancagem	0,006** (0,002)	0,006** (0,002)	0,006*** (0,002)	0,006** (0,002)	0,006*** (0,002)
Constante	0,249 (1,776)	0,894 (1,781)	0,405 (1,769)	0,260 (1,765)	0,970 (1,763)
Critério de Akaike	2424,847	2401,816	2403,842	2413,507	2372,476
F	17,735	17,972	17,941	17,831	18,233
Sig.	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001
R <sup>2</sup>	0,861	0,863	0,863	0,862	0,867
R <sup>2</sup> Ajustado	0,812	0,815	0,815	0,814	0,820
Erro Padrão Robusto entre Parênteses. <i>Dummies</i> dos Setores ocultadas. n = 1357 empresas = 348					
Modelo Fixo de Dados em Paineis					
*** p < 0,01    ** p < 0,05    * p < 0,1					
Teste de White	886,488	p < 0,001			
Teste F de Chow	10,099	p < 0,001			
Teste de Breusch-Pagan	327,831	p < 0,001			
Teste de Hausman	147,025	p < 0,001			

Os resultados acerca do impacto das diferentes origens da legitimidade no **valor da empresa** podem ser vistos na Tabela 6. Optamos pelo modelo fixo de dados em painel com erro robusto porque o Teste de White apontou para problemas de heterocedasticidade ( $p < 0,001$ ), o Teste F de Chow ( $p < 0,001$ ) indicou que os coeficientes gerados por meio dos mínimos quadrados ordinários não são consistentes, e o Teste de Hausman apontou para melhor ajuste dos estimadores desenvolvidos no modelo fixo ( $p < 0,001$ ). A partir da escolha do método mais adequado, fizemos a análise dos dados. Todos os modelos fixos de dados em



painel foram significativos, apresentando coeficiente de explicação que variou de 86,1% a 86,7%. No Modelo 1, destacamos o efeito somente das variáveis de controle. No modelo 2, acrescentamos o efeito dos indicadores da legitimidade formal regulatória e no Modelo 3, incluímos o efeito da legitimidade cultural-cognitiva. Já no Modelo 4, avaliamos a influência dos indicadores da legitimidade normativa, para, no fim, avaliar a influência de todos os indicadores ao mesmo tempo, de forma que eles concorressem entre si.

Entre as variáveis de controle, podemos verificar que a idade da empresa (medida pelo tempo de atuação na bolsa), em sua forma logaritma, afetou significativamente o valor da empresa. Em média, o incremento de 1 ano aumenta em 0,145 pontos ( $\ln(1,156)$ ) o valor de mercado da empresa. Isso significa que empresas com maior tempo de atuação no mercado tendem a ser mais valorizadas que as demais. A alavancagem financeira também tem efeito significativo no valor da empresa. Na média, para cada unidade no incremento da razão entre dívida/ativo, as empresas tendem a ter um aumento de 0,6% em seu valor. No caso desse indicador, pode soar estranho que empresas mais endividadas são mais valorizadas. No entanto o grau de endividamento indica que uma organização consegue captar maior quantidade de recursos sem isso significar, na percepção do mercado, risco de insolvência. Sendo assim, essa relação positiva entre os dois indicadores pode apontar para maior credibilidade dessas organizações, o que lhe afere poder de barganha com as fontes de financiamento, assim como menor risco percebido no mercado, fato que pode ser avaliado em estudos futuros.

Entre os indicadores relacionados com a legitimidade formal regulatória, podemos verificar que aquelas organizações que fazem parte do Novo Mercado apresentam, em média, 69% a mais de valorização que as empresas que fazem parte do mercado tradicional, suportando a **Hipótese 1.1a**. Todavia os outros níveis de governança não se mostraram significativos, indicando que a influência desses mitos legitimadores ocorre somente no nível mais alto de exigência. Podemos entender que a adesão ao Novo Mercado funciona, enquanto uma certificação de boa conduta corporativa das organizações, como uma fórmula legitimadora (*vide* Definição 6). Tal fórmula legitima a ação dessas organizações, assim como de seus artefatos (entre elas as ações) porque seu elemento de origem (a adesão voluntária a um grupo que respeita um conjunto de regras socialmente aceitas: Novo Mercado) é legitimado (*vide* Definição 7 e 11). Com efeito, se o mercado compreende que a organização faz referência a algum elemento legítimo, ela é tida como legítima (*vide* Definição 10). No caso do nosso campo de estudo, ser formalmente legitimada significa que os investidores

pagam um valor adicional pelos ativos dessas organizações, se comparadas, na média, com empresas que não aderiram ao Novo Mercado.

Já entre os indicadores relacionados à legitimidade cultural-cognitiva, somente o indicador de eficiência dos laços, que mensura a proporção de laços fracos em relação ao total de laços existentes do conselho mostrou-se significativo, corroborando a **Hipótese 2.1b**. Em média, para um aumento de 50% na proporção de laços não redundantes, há um aumento de 10,8% no valor de mercado da empresa. Como exposto na literatura (PARSONS, 1960; SELZNICK, 1971), por trás desse indicador de laços fracos do conselho, está o pressuposto de que o corpo de conselheiros e diretores tem uma importante função em prover a reputação da firma. No caso do mercado de ações, os investidores decidem se investem ou não em uma companhia atendo-se sempre à qualidade de seus gestores (MIZRUCHI, 1996). Como o trabalho executivo é cercado de incertezas, a avaliação de um bom ou mau gestor sempre é ambígua, pautada mais no que se houve dizer sobre ele do que suas ações de fato. Esse comportamento envolve o prestígio do conselheiro. Dessa forma, se a organização quer aumentar seu prestígio, uma alternativa é contratar conselheiros de prestígio destacado, normalmente que fazem parte de organizações de maior reputação ou prestígio (GALASKIEWICZ, 1985). Assim, quando duas ou mais companhias contratam o mesmo conselheiro, confiando em seu prestígio no mercado, elas criam um laço entre si. No caso da avaliação das relações entre conselhos a partir das lacunas estruturais, não estamos considerando qualquer laço: somente laços que são efetuados entre organizações que não apresentam outros tipos de laço corporativo entre si são considerados lacunas estruturais. Como aponta Burt (1992), as lacunas estruturais, ou laços não redundantes, apontam para o prestígio e a legitimidade do agente porque elas demonstram a capacidade de uma organização ou pessoa trafegar em diferentes grupos, o que lhe aufere influência, acesso a recursos e prestígio. Por exemplo, em nosso caso, algumas organizações têm como conselheiros ex-ministros como, por exemplo, Máílson da Nóbrega, Luiz Fernando Furlan e Pedro Malan, não somente pela qualidade deles enquanto gestores, mas pelo prestígio e reputação que eles têm, o que pode facilitar o acesso das organizações aos recursos, além, de é claro, pelo efeito simbólico que esses indivíduos têm nas expectativas do mercado. Como esse aspecto simbólico é difícil de ser captado, a maior parte dos estudos que envolve a legitimidade do conselho utiliza medidas de redes de relacionamentos para analisar esses fenômenos, sendo as lacunas estruturais uma das medidas de maior validade.

Por fim, acerca dos indicadores de legitimidade normativa, o indicador que se mostrou significativo foi o de reputação, corroborando a **Hipótese 3.1b**. Para o aumento em uma

posição no *ranking* das empresas mais admiradas, há o aumento, em média, de 5,5% no valor de mercado. Esses resultados corroboram outros estudos que apontam a importância da aceitação generalizada da organização diante da sociedade (DEEPHOUSE; CARTER, 2005; FOMBRUN; SHANLEY, 1990; LOVE; KRAATZ, 2009; ROBERTS; DOWLING, 2002). É importante frisar que organizações com boa reputação são aquelas que são bem vistas e avaliadas por *stakeholders*. Contudo dificilmente os fatores relacionados aos *stakeholders*, com exceção aos dos acionistas, são seriamente considerados na gestão corporativa. Em alguns casos ela é até desestimulada. Por exemplo, no campo da pesquisa de finanças existem algumas críticas acerca de uma gestão baseada em *stakeholders*, principalmente no que concerne à ausência de um objetivo claro da organização. Sob essa perspectiva, uma visão da teoria da firma, a função objetivo da organização é a maximização da riqueza do acionista (*vide* BOAVENTURA *et al.*, 2009; JENSEN, 2001). No entanto, como apontamos no quadro teórico, além de recursos, organizações precisam de legitimidade (SCOTT, 2008), já que, para conseguirem esses recursos, elas precisam legitimar seu papel na sociedade (MEYER; ROWAN, 1977; PARSONS, 1956). Portanto o consentimento a critérios socialmente legítimos não pode ser encarado como desvio de uma função objetivo da firma, já que verificamos que a reputação aumenta o valor da empresa.

A influência das diferentes origens da legitimidade na **rentabilidade** da organização pode ser visualizada na Tabela 7. Como nas análises do valor de mercado, optamos pelo modelo fixo de dados em painel porque foi o mais ajustado, no entanto sem ajustes para erro robusto, já que o Teste de White não apontou problemas de heterocedasticidade ( $p = 1,000$ ). Todos os modelos fixos de dados em painel foram significativos, variando de 68,9 a 69,1% em explicação. No entanto o poder de explicação foi menor do que nas análises dos modelos relacionados com o valor de mercado. Este fato já era esperado, pois, como apontam Fligstein e Freeland (1995), há poucas evidências de relacionamento entre a esfera corporativa da organização e sua esfera produtiva. Assim, como o ROA é uma medida de desempenho que envolve aspectos operacionais da companhia, a influência da gestão da companhia é menor. Tais evidências de menor poder de explicação das variáveis relacionadas ao mercado acionário reforçam os argumentos da existência de *decoupling* entre a gestão corporativa (nível institucional, no esquema de PARSONS, 1956) e a gestão do negócio (nível gerencial).

**Tabela 7 – Influência da Legitimidade na Rentabilidade (ROA).**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Variáveis Independentes</i>					
Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )		-6,750*** (2,573)			-7,321*** (2,620)
Nível 2 ( <i>Dummy</i> )		-1,844 (5,184)			-3,217 (5,303)
Nível 1 ( <i>Dummy</i> )		-0,951 (3,333)			-1,085 (3,344)
Structural Holes			1,581 (1,360)		1,898 (1,369)
Eigenvector			-2,730 (7,550)		-2,306 (7,547)
Coefficiente de Agrupamento			-0,162 (1,435)		0,190 (1,440)
ADRs ( <i>Dummy</i> )				2,720 (8,052)	5,871 (8,277)
Reputação				0,137 (0,496)	0,188 (0,496)
<i>Variáveis de Controle</i>					
Idade (ln)	3,271* (1,881)	5,614*** (2,086)	3,297* (1,898)	3,235* (1,889)	5,724*** (2,097)
Tamanho (ln do Ativo Total)	1,428 (0,966)	1,975** (0,994)	1,355 (0,972)	1,413 (0,967)	1,921* (0,998)
Alavancagem	-0,140*** (0,016)	-0,140*** (0,016)	-0,140*** (0,016)	-0,140*** (0,016)	-0,140*** (0,016)
Constante	-24,525** (11,967)	-37,260*** (13,012)	-24,193** (12,043)	-24,575** (11,975)	-38,203*** (13,107)
Critério de Akaike	15207,740	15204,930	15211,670	15211,530	15211,460
F	7,911	7,890	7,847	7,861	7,786
Sig.	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001
R <sup>2</sup>	0,689	0,695	0,689	0,689	0,691
R <sup>2</sup> Ajustado	0,601	0,603	0,601	0,601	0,602

Erro Padrão entre Parênteses. *Dummies* dos Setores ocultadas. n = 1806 empresas = 393

Modelo Fixo de Dados em Paineis

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,1

Teste de White	161,376	p = 1,000
Teste F de Chow	3,735	p < 0,001
Teste de Breusch-Pagan	383,671	p < 0,001
Teste de Hausman	24,606	p = 0,010

Entre as variáveis de controle, as três se mostraram significativas. No entanto a interpretação da direção dos coeficientes deve ser feita com cautela. Como a média do retorno sobre os ativos das organizações é negativa, pode ocorrer de um coeficiente com efeito positivo indicar efeito negativo, assim como o contrário: coeficientes negativos indicam efeitos positivos. Por exemplo, no caso da Idade (tempo na Bolsa), ao invés de um efeito positivo no ROA, temos um efeito negativo, o que pode ser corroborado pela correlação negativa entre as duas variáveis. Tamanho e Alavancagem não apresentaram esse problema,

já que o sinal do coeficiente é idêntico ao sinal da correlação. Alavancagem, por exemplo, mostra que no aumento em 10% no grau de alavancagem, em média, há uma queda de 1,4% no ROA.

De todas as variáveis independentes testadas, a única que se mostrou significativa foi a participação no Novo Mercado, corroborando a **Hipótese 1.2a**. Apesar de o coeficiente ter sido negativo, a relação entre ela e ROA é positiva ( $r = 0,081$ , além da média do ROA no grupo das empresas do Novo Mercado ser bem superior do que dos demais; *vide* Tabela 11). Nesse caso, organizações que fazem parte do Novo Mercado têm, em média, um ROA 7,32 vezes maior que do mercado tradicional. Como na análise do valor da empresa, podemos entender que a adesão ao Novo Mercado funciona como uma certificação de boa conduta. Adicionalmente, podemos destacar também que o fato de elas serem mais eficientes em gerar rendas econômicas pode gerar facilidades em termos de aquisição de recursos em momentos futuros. Isso ocorre porque organizações que conseguem manter históricos de desempenho acima da média tendem a ter sua gestão legitimada: segundo Decker (2008), elas apresentam legitimidade gerencial.

Nestes casos, a maior rentabilidade do ativo está vinculada a empresas de um grupo específico, o Novo Mercado. Sendo assim, além de reforçar a legitimidade das organizações individualmente, a maior rentabilidade das organizações contribui para justificar a norma de que empresas que fazem parte desse mercado são mais bem gerenciadas, contribuindo também para justificar a manutenção desse sistema diferenciado de governança, suportando sua legitimidade. Assim, a fórmula legitimadora ganha força: sua justificativa não é fundamentada somente na crença, mas em evidências concretas, o que lhes confere caráter racional utilitário.

Em relação à avaliação das hipóteses do **risco não sistemático** (desvio padrão do erro do *CAPM*), que é inerente a cada uma das organizações, não conseguimos identificar nenhum efeito significativo entre as variáveis independentes. Os coeficientes podem ser vistos na Tabela 8. Como no modelo anterior, utilizamos o modelo fixo de dados em painel devido ao melhor ajuste, e com erro padrão sem transformação, já que o teste de White não deu significativo ( $p = 1,000$ ). Entre as variáveis de controle, podemos verificar que empresas mais velhas tendem a ter menor risco sistemático, sendo que para cada 1 ponto em relação ao logaritmo do ano de existência, há uma queda em 0,031 pontos no risco não sistemático. O tamanho também influenciou a queda no risco não sistemático: para cada R\$ 1.000 de adicional no ativo, há uma queda de 1,01 pontos no risco não sistemático.

**Tabela 8 – Influência da Legitimidade no Risco Não Sistemático (erro do CAPM).**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Variáveis Independentes</i>					
Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )		0,016 (0,016)			0,015 (0,016)
Nível 2 ( <i>Dummy</i> )		-0,029 (0,029)			-0,025 (0,030)
Nível 1 ( <i>Dummy</i> )		-0,005 (0,012)			-0,006 (0,012)
Structural Holes			0,005 (0,005)		0,006 (0,005)
Eigenvector			0,007 (0,027)		0,007 (0,027)
Coefficiente de Agrupamento			0,003 (0,005)		0,002 (0,005)
ADRs ( <i>Dummy</i> )				-0,049 (0,043)	-0,041 (0,044)
Reputação				0,000 (0,001)	0,000 (0,001)
<i>Variáveis de Controle</i>					
Idade (ln)	-0,030*** (0,010)	-0,031*** (0,010)	-0,030*** (0,010)	-0,030*** (0,010)	-0,031*** (0,010)
Tamanho (ln do Ativo Total)	-0,013** (0,006)	-0,013** (0,006)	-0,014** (0,006)	-0,012** (0,006)	-0,013** (0,006)
Alavancagem	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
Constante	0,356*** (0,082)	0,353*** (0,083)	0,360*** (0,082)	0,352*** (0,082)	0,354*** (0,084)
Critério de Akaike	-3558,604	-3556,013	-2900,702	-3556,520	-3548,751
F	5,548	5,503	5,490	5,515	5,410
Sig.	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001
R <sup>2</sup>	0,679	0,680	0,679	0,679	0,680
R <sup>2</sup> Ajustado	0,556	0,556	0,556	0,556	0,555

Erro Padrão entre Parênteses. *Dummies* dos Setores ocultadas. n = 1219 empresas = 334

Modelo Fixo de Dados em Paineis

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,1

Teste de White	90,896	p = 1,000
Teste F de Chow	3,583	p < 0,001
Teste de Breusch-Pagan	143,460	p < 0,001
Teste de Hausman	27,685	p = 0,003

Podemos justificar a ausência de influência das variáveis independentes no risco não sistemático de duas formas. A primeira é que o coeficiente de explicação dos modelos de precificação dos ativos foi pouco significativo para boa parte dos modelos, indicando que a relação entre a média do mercado e o valor das ações da empresa é pequena. Isso por si só já mostra alto risco das empresas. Outro fato importante é que muitas empresas apresentaram pouca liquidez dentro dos anos, o que dificulta a avaliação mais precisa das cotações. Sendo assim, avaliaremos o fator risco por meio da volatilidade.

Antes de avaliarmos a volatilidade, primeiramente vamos destacar a influência das variáveis independentes na **liquidez das ações** (*vide* Tabela 9). Para tanto também utilizamos o modelo fixo de dados em painel por ele ter sido o mais adequado, assim como o erro padrão robusto, já que, para este último, o teste de White mostrou-se significativo ( $p < 0,001$ ). Todos os modelos acerca da liquidez mostraram-se significativos, com coeficiente de explicação variando entre 85,1% a 85,9%.

O Tamanho da Empresa mostrou-se a única variável de controle com efeito significativo, mas somente no nível de 10% de significância. Entre as variáveis independentes que se relacionam com a Proposição 1.4, que indica que empresas legitimadas formalmente tendem a ter maior liquidez, podemos verificar que as três hipóteses derivadas dessa proposição foram significativas. Sendo assim, corroboramos as **Hipóteses 1.4a, 1.4b e 1.4c**. Empresas que fazem parte do Novo Mercado tendem a apresentar 21,1% maior liquidez do que as empresas do mercado tradicional, as que participam do Nível 2, em média, tem uma liquidez 25,2% maior, e as que participam do Nível 1, tem, em média, 22,2% maior liquidez. Apesar de o Novo Mercado ter tido a menor influência, ela se mostrou mais significativa que as demais, assim o erro de sua previsão é menor do que das outras, reforçando sua influência mais destacada que as demais. Podemos interpretar que o fato de as empresas que fazem parte dos mercados diferenciados são entendidas como mais seguras para transacionar seus papéis. Dessa forma, como há maior confiança do mercado que as informações disponibilizadas por essas empresas sejam mais próximas do real do que das empresas que fazem parte do mercado tradicional, elas são mais desejadas do que essas. Isso no mercado acionário significa maior liquidez: maior volume e frequência de negócios.

Sob o aspecto da legitimidade organizacional, podemos entender que o fato de as organizações serem certificadas por uma autoridade legitimada no mercado acionário, neste caso a Bovespa, garante que elas estejam atuando de acordo com um conjunto de princípios socialmente aceitos nesse mercado acionário. Assim, a legitimidade que reside no mito racionalizador (objeto legítimo, *vide* Definição 11) – a participação em mercados diferenciados – transfere legitimidade para a organização já que ela faz referência a esse objeto (Definição 10; *vide* também SEWEL, 1992 e STRYKER, 1994 para compreender o processo de transponibilidade).

**Tabela 9 – Influência da Legitimidade na Liquidez das Ações.**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Variáveis Independentes</i>					
Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )		0,250*** (0,083)			0,211** (0,084)
Nível 2 ( <i>Dummy</i> )		0,329** (0,128)			0,252** (0,101)
Nível 1 ( <i>Dummy</i> )		0,254* (0,151)			0,222* (0,118)
Structural Holes			-0,003 (0,037)		-0,025 (0,032)
Eigenvector			-0,130 (0,170)		-0,131 (0,174)
Coefficiente de Agrupamento			0,008 (0,041)		0,006 (0,039)
ADRs ( <i>Dummy</i> )				0,919*** (0,324)	0,772** (0,326)
Reputação				0,083 (0,060)	0,080 (0,059)
<i>Variáveis de Controle</i>					
Idade (ln)	-0,046 (0,106)	-0,151 (0,134)	-0,044 (0,103)	-0,057 (0,106)	-0,139 (0,130)
Tamanho (ln do Ativo Total)	0,034** (0,016)	0,022 (0,014)	0,035** (0,016)	0,033** (0,015)	0,024* (0,013)
Alavancagem	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
Constante	-0,135 (0,227)	0,250 (0,294)	-0,152 (0,214)	-0,211 (0,228)	0,097 (0,292)
Critério de Akaike	1939,267	1908,995	1944,569	1867,219	1852,851
F	20,675	20,954	20,488	21,553	21,502
Sig.	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001
R <sup>2</sup>	0,851	0,854	0,851	0,857	0,859
R <sup>2</sup> Ajustado	0,810	0,813	0,809	0,817	0,819

Erro Padrão Robusto entre Parênteses. *Dummies* dos Setores ocultadas. n = 1857 empresas = 399

Modelo Fixo de Dados em Paineis

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,1

Teste de White	928,018	p < 0,001
Teste F de Chow	11,142	p < 0,001
Teste de Breusch-Pagan	2240,160	p < 0,001
Teste de Hausman	32,385	p < 0,001

Entre as variáveis que fazem referência à legitimidade normativa, observamos que a emissão de *ADRs* influenciou significativamente a liquidez, corroborando a **Hipótese 3.4a**. Para empresas que emitem recibos no mercado norte-americano de ações, há o aumento de 77,2% em média, na liquidez no mercado acionário brasileiro. É interessante notar esse efeito, já que a operação ocorre em mercados distintos, apesar de envolver a mesma organização. Assim como nos mercados diferenciados da Bovespa, a emissão de *ADRs* tem efeito legitimador porque remete ao princípio de transparência e fidedignidade das informações da



empresa. Como o mercado norte-americano é mais exigente em termos de detalhamento das informações contábeis, existe a crença de que empresas que participam desse mercado sejam mais transparentes (*vide* BORGERTH, 2007). Cabe ressaltar que consideramos a origem da legitimidade das *ADRs* como normativa porque não existe nenhuma instância regulatória vigente no mercado brasileiro que garanta esses recibos, ao contrário dos mercados diferenciados da Bovespa. A CVM autoriza ou não sua emissão, mas isso não significa controle sobre as atividades da empresa na Bovespa. O efeito na interpretação dos agentes é muito próximo, já que, como foi apontado no quadro teórico, independentemente da origem da legitimidade, seja ela regulatória, cultural-cognitiva ou normativa, legitimidade sempre se põe na realidade social como dimensão estrutural normativa (GIDDENS, 1979; WALKER, 2004).

Por fim, na Tabela 10, podemos verificar a influência das diferentes origens da legitimidade na **volatilidade**. Novamente, utilizamos o modelo fixo de dados em painel por ele ter sido o mais adequado, assim como o erro padrão robusto ( $LM$  de White = 272,435,  $p < 0,001$ ). Todos os modelos mostraram-se significativos, com coeficiente de explicação variando entre 70,5% e 71,2%. Como pode ser observado, Idade apresenta efeito negativo e significativo na volatilidade, podendo inferir que organizações com mais tempo de mercado acionário tendem a ter menor variação no preço de suas ações, e, por consequência, menor risco. O grau de alavancagem também influenciou negativamente a volatilidade; no entanto a relação foi significativa somente ao nível de 10%. Para o aumento de 1 ponto na alavancagem, temos a queda de 0,002 na volatilidade. Em princípio, poderia ser contraditório que empresas mais endividadas – com maior alavancagem financeira – tenham menor volatilidade, ou seja, ações com menor risco. Todavia, como foi observado anteriormente na relação entre alavancagem financeira e valor de mercado, existe algum fator exógeno que explica a relação entre alavancagem e risco. Acreditamos que o elemento explicativo por trás desse fenômeno envolva algum elemento legitimado que aumente a confiança do mercado em algumas organizações. Novamente, destacamos a necessidade de mais estudos para avaliar esse fenômeno.

Das variáveis independentes, nenhuma das relacionadas com a origem formal regulatória afetou significativamente a volatilidade. Já dois indicadores da legitimidade cultural-cognitiva mostraram-se significativos: as lacunas estruturais (*Structural Holes*) e o Coeficiente de Agrupamento, corroborando as **Hipóteses H2.5b e H2.5b**. Contudo a direção do resultado, em uma primeira instância, foi contrária ao proposto. Ao invés da legitimidade

originada dos conselhos mais bem posicionados diminuir a volatilidade, ela aumenta o risco, fato evidenciado pelo coeficiente com sinal positivo.

**Tabela 10 – Influência da Legitimidade na Volatilidade das Ações.**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Variáveis Independentes</i>					
Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )		9,144** (3,856)			7,226 (4,646)
Nível 2 ( <i>Dummy</i> )		2,364 (4,918)			-1,033 (3,843)
Nível 1 ( <i>Dummy</i> )		-0,750 (3,598)			-0,670 (3,665)
Structural Holes			6,503*** (2,161)		6,299*** (2,194)
Eigenvector			1,397 (4,405)		1,339 (4,374)
Coeficiente de Agrupamento			5,019** (2,284)		4,680** (2,342)
ADRs ( <i>Dummy</i> )				-9,212*** (3,37)	-7,554** (3,422)
Reputação				-0,399 (0,2735)	-0,335 (0,291)
<i>Variáveis de Controle</i>					
Idade (ln)	-17,57*** (6,064)	-18,943*** (6,224)	-17,750*** (6,187)	-17,769*** (6,090)	-18,988*** (6,396)
Tamanho (ln do Ativo Total)	-0,184 (2,656)	-0,253 (2,614)	-0,789 (2,731)	0,041 (2,700)	-0,582 (2,761)
Alavancagem	-0,002* (0,001)	-0,002* (0,001)	-0,002* (0,001)	-0,002* (0,001)	-0,002* (0,001)
Constante	97,897*** (31,686)	101,682*** (31,766)	102,702*** (32,685)	97,407*** (31,802)	104,511*** (33,250)
Critério de Akaike	7180,665	7183,015	7171,418	7183,885	7178,520
F	5,610	5,549	5,660	5,553	5,528
Sig.	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001
R <sup>2</sup>	0,705	0,706	0,711	0,705	0,712
R <sup>2</sup> Ajustado	0,579	0,579	0,585	0,578	0,583

Erro Padrão Robusto entre Parênteses. *Dummies* dos Setores ocultadas. n = 824 empresas = 244

Modelo Fixo de Dados em Paineis

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,1

Teste de White	272,435	p = 0,094
Teste F de Chow	3,811	p < 0,001
Teste de Breusch-Pagan	100,420	p < 0,001
Teste de Hausman	51,090	p < 0,001

Tais circunstâncias remetem ao ponto que começa a chamar atenção na literatura sobre relacionamentos interorganizacionais: **o lado obscuro das redes**<sup>35</sup>. Por exemplo, M. Jensen (2008) mostra que, em alguns casos, para empresas que estão entrando no mercado, ter maior

<sup>35</sup> Fico em débito com Edson Ronaldo Guarido Filho por me atentar a esse fato. Sua discussão sobre o lado obscuro das redes pode ser vista no link: <http://academia-adm.blogspot.com/2008/11/redes-social-networks-assimetries.html>

*status* social ou maiores lacunas estruturais dificulta a aquisição de apoio de empresas estabelecidas. Já Labianca e Brass (2006) levantam o fato da existência de situações nas quais os indivíduos vistos como mais populares na organização têm menores chances de serem promovidos: nesse caso, os laços jogam contra o indivíduo.

Se olharmos mais detalhadamente os valores da volatilidade em relação às lacunas estruturais e ao coeficiente de agrupamento, podemos perceber que há indícios de um efeito curvilíneo desses dois indicadores na volatilidade. Enquanto em níveis baixos de lacunas estruturais e de coeficiente de agrupamento existe alta volatilidade, em níveis intermediários há menor volatilidade. Na sequência, para conselhos com muita eficiência das lacunas estruturais e com maior coeficiente de agrupamento, a volatilidade volta a subir (*vide* Tabela 11). Ou seja, uso de conselheiros de maior prestígio como estratégia para aumentar a legitimidade da organização no mercado acionário brasileiro tem seus limites. Como podemos ver, o oportunismo foi punido com maior risco, o que torna extremamente contestável algumas das estratégias para se angariar legitimidade, como, por exemplo, aquelas apontadas por Aldrich e Ruef (2006) e Suchman (1995). Enquanto elemento construído socialmente, a legitimidade reside na estrutura social, e, dessa forma, mudanças de configuração no sistema social (em nosso caso, nas relações corporativas) não significam, de imediato, mudança nos esquemas interpretativos de investidores.

Podemos interpretar esse movimento de relacionamentos entre os conselhos a partir de alguns arquétipos da sociedade brasileira. Nosso país sempre foi caracterizado como patrimonialista (*vide* FAORO, 2001), não sendo diferente no meio empresarial e corporativo (GORGA, 2004). Dessa forma, o personalismo e o favorecimento de algumas organizações, principalmente aquelas com fortes vínculos com o governo, sempre foi visto com ressalvas, mesmo sendo um padrão institucionalizado. No quadro atual, em que há uma tentativa de diminuir as influências personalistas no mercado acionário, organizações que abusam dos laços influentes (lacunas estruturais) e que se estruturam em feudos (alto coeficiente de agrupamento), tendem a ser vistas com desconfiança, ocasionando maior volatilidade.

Já entre os indicadores de legitimidade normativa, podemos verificar que as empresas que emitem *ADRs* tendem a ter menor volatilidade que as demais. Em média, elas tendem a ter 7,55 pontos a menos de volatilidade, corroborando a **Hipótese H3.5a**. Assim, empresas que negociam suas ações no mercado norte-americano tendem a ser vistas como mais seguras, já que a variação no preço de suas ações oscila menos no mercado acionário brasileiro que as demais. Enquanto elemento normativo, podemos entender que participar de mercados mais rigorosos, em termos de governança, sinaliza para os investidores do mercado local um

fator de estabilidade. Como já foi apontado por Meyer e Rowan (1977), diante da incerteza do ambiente organizacional, organizações, assim como sua audiência, se pautam em mitos legitimadores para julgar a atividade organizacional. Não seria diferente no mercado acionário, já que esse é cercado por incertezas.

#### 4.2.1 Síntese e Validação dos Resultados

Após apresentar todos os modelos de dados em painel, podemos verificar no Quadro 11 quais dos resultados foram significativos. Das quarenta hipóteses derivadas das proposições que delineamos, 11 delas foram corroboradas. Aparentemente pode parecer um número pequeno; no entanto em termos de contribuição para o campo da governança corporativa e principalmente para o estudo da legitimidade organizacional, os achados são extremamente relevantes.

**Quadro 11 – Síntese dos Resultados.**

Variável	Indicador	Variável Dependente				
		Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Legitimidade Formal Regulatória	Novo Mercado	Sig.	Sig.	-	Sig.	-
	Nível 2	-	-	-	Sig.	-
	Nível 1	-	-	-	Sig.	-
Legitimidade Cultural-cognitiva	Structural Holes	Sig.	-	-	-	Sig.*
	Eigenvector	-	-	-	-	-
	Coefficiente de Agrupamento	-	-	-	-	Sig.*
Legitimidade Normativa	ADRs ( <i>Dummy</i> )	-	-	-	Sig.	Sig.
	Reputação	Sig.	-	-	-	-

\* Existem indícios de um efeito curvilíneo do *Structural Holes* e do Coeficiente de Agrupamento. A Volatilidade cai até níveis intermediários, subindo em níveis mais altos dessas variáveis.

No primeiro momento, podemos verificar que, entre as origens formais regulatórias da legitimidade a participação no Novo Mercado mostrou-se com efeito significativo em três das cinco hipóteses. Dessa forma, a certificação da Bovespa acerca da melhor qualidade da governança dessas organizações está relacionada com maior valor de mercado das empresas, maior rentabilidade e maior liquidez. Tais resultados podem ser validados a partir da comparação de médias entre os grupos de empresas que fazem parte do Novo Mercado com as demais (*vide* Tabela 11). Empresas que fazem parte do Novo Mercado têm, em média *Q* de Tobin de 1,93, contra 1,237 das demais. Sendo assim, enquanto o somatório das ações de

outras organizações apresenta um valor adicional de 23,7% a mais que seus ativos, empresas do Novo Mercado têm suas ações valorizadas em 93%. Quando comparamos a rentabilidade por meio do ROA, verificamos que, em média, empresas que fazem parte do Novo Mercado apresentam a rentabilidade de quase cinco pontos (ROA = 4,957) contra a rentabilidade média negativa das demais (ROA = -1,759).

Em relação à liquidez, verificamos que os três mercados diferenciados pelo nível de governança tiveram influência significativa, o que pode ser validado pela diferença de médias entre eles e o mercado tradicional. É Interessante notar que o Nível 1 tem maior liquidez (0,796) que o Nível 2 (0,457), que, por sua vez, tem maior liquidez que o Novo Mercado (0,220). Todavia, como existem outros fatores explicativos que concorrem com a influência dos dois níveis inferiores de governança, não podemos medir o efeito desses mercados simplesmente pela média, mas sim pelos resultados dos painéis.

**Tabela 11 – Média das Variáveis Dependentes por Categoria.**

<i>Variável</i>	<i>Categoria</i>	<i>N</i>	<i>Q de Tobin</i>	<i>ROA</i>	<i>Erro do CAPM</i>	<i>Liquidez</i>	<i>Volatilidade</i>
Structural Holes	Baixa	960	1,175	-4,925	0,098	0,088	53,077
	Intermediária	539	1,102	2,729	0,075	0,294	42,270
	Alta	592	1,362	1,224	0,071	0,312	44,203
Eigenvector	Baixo	23	0,729	3,526	0,043	0,816	37,167
	Intermediário	2031	1,216	-1,346	0,085	0,196	47,447
	Alto	37	1,343	4,469	0,058	0,312	40,043
Coeficiente de Agrupamento	Baixo	1392	1,232	-3,290	0,091	0,147	50,249
	Intermediário	308	1,326	3,093	0,068	0,431	41,796
	Alto	391	1,049	2,986	0,073	0,232	42,814
Reputação	Baixa	1905	1,187	-1,510	0,085	0,144	47,827
	Intermediária	30	1,620	6,867	0,043	2,135	33,577
	Alta	27	2,210	11,370	0,038	2,672	35,238
ADRs ( <i>Dummy</i> )	Emissora	199	1,059	4,355	0,051	1,542	39,896
	Não	1892	1,237	-1,825	0,089	0,064	48,969
Novo Mercado	Participante	171	1,930	4,957	0,054	0,220	42,685
	Não	1920	1,125	-1,759	0,087	0,203	47,627
Nível 2	Participante	51	1,542	4,429	0,050	0,457	40,971
	Não	2040	1,201	-1,349	0,085	0,198	47,370
Nível 1	Participante	186	0,994	5,452	0,045	0,796	36,267
	Não	1905	1,241	-1,901	0,089	0,147	49,227
<i>Amostra do Estudo</i>	<i>Total</i>	<i>2091</i>	<i>1,213</i>	<i>-1,204</i>	<i>0,083</i>	<i>0,205</i>	<i>47,120</i>

Sob a ótica da teoria institucional, podemos entender que esses resultados vão ao encontro do pressuposto de que a legitimidade afeta a capacidade das organizações em angariar recursos (PARSONS, 1956; PFEFFER; SALANCIK, 1978). Em especial, podemos entender que aquelas organizações que buscaram adequar-se a regras formalmente estabelecidas tiveram melhor desempenho, já que atuam de acordo com mitos

racionalizadores (MEYER; ROWAN, 1977). Merece também destaque o fato de os níveis diferenciados de governança na Bovespa serem um mecanismo supralegal de regulação do mercado. É interessante notar que, diferentemente de outros países, o Brasil foi o único país a conseguir adotar com sucesso um mercado mais exigente em termos de governança. Provavelmente isso ocorreu porque nossa estrutura legal oferece poucas condições favoráveis ao desenvolvimento do mercado acionário, como foi visto por La Porta *et al.* (1998). Cabe destacar também que seu sucesso pode ter sido impulsionado pela frustração com o nível das mudanças sugeridas pela Lei das S.A., editada em 2001, pois muito pouco se avançou em termos de garantia para os acionistas e para os investidores (GRÜN, 2003; RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002).

Em relação à legitimidade cultural-cognitiva, verificamos que as lacunas estruturais (*Structural Holes*) afetaram positivamente o Valor de Mercado da Empresa. O valor do  $Q$  de Tobin é significativamente maior entre empresas com maior eficiência das lacunas estruturais do que entre empresas com eficiência baixa ou intermediária. Como apontam Burt (1992) e Lin (2001), a eficiência dos laços tende a indicar maior prestígio e reputação de quem os detêm, funcionando como condutores da legitimidade (SCOTT, 2003, 2008). Sendo assim, empresas que têm conselheiros com maior eficiência dos laços aparentemente têm maior legitimidade que as demais (MIZRUCHI, 1996). No caso da volatilidade, as lacunas estruturais, assim como o coeficiente de agrupamento, apresentaram influência significativa. No entanto diferentemente do esperado, há indícios de esse efeito ser curvilíneo. Se observarmos a Tabela 11, podemos verificar que a volatilidade decresce com o aumento do valor da eficiência dos laços e do coeficiente de agrupamento; porém para valores altos desta variável a volatilidade é maior. Como discutimos anteriormente, entendemos que isso pode ser fruto de uma resposta ao mercado de uma tentativa de as organizações serem demasiadamente oportunistas em buscar acesso a recursos e prestígio por meio dos relacionamentos. Além disso, a proximidade exagerada pode também ser percebida como privilégio para alguns grupos em termos de informação. Esse lado obscuro dos relacionamentos deve ser investigado no futuro, cabendo aqui somente apontar sua existência e suas implicações.

Por fim, em relação à legitimidade normativa, verificamos que empresas de maior reputação têm suas ações mais valorizadas que as demais. Se compararmos a média do  $Q$  de Tobin das empresas sem qualquer tipo de menção acerca da reputação (1,187), com as de reputação intermediária (1,620) e com as de alta reputação (2,210), verificamos crescimento significativo e constante. Tais resultados vão ao encontro do pressuposto que o sentimento de

aceitação da organização pela sociedade facilita seu acesso a recursos, tal como sua expectativa de sobrevivência (MEYER; SCOTT, 1983). A emissão de *ADRs*, que indica a participação das empresas brasileiras no mercado acionário norte-americano, diminuiu a volatilidade das ações negociadas no mercado acionário brasileiro. Dessa forma, podemos entender que a crença generalizada no mercado acionário local de que as empresas brasileiras que negociam ações no mercado norte-americano, por terem que adotar padrões de controle mais rígidos desse mercado, têm melhor governança corporativa em seu país de origem, neste caso o Brasil (SILVEIRA, 2006), repercutindo em menor percepção de risco para essas organizações.

Em suma, podemos dizer que há fortes indícios de que a legitimidade organizacional afete o desempenho organizacional das empresas de capital aberto negociadas na Bovespa, o que vai ao encontro das **Proposições 1, 2 e 3**. No entanto nem todas as hipóteses foram válidas, demonstrando que nem sempre podemos perceber o efeito da legitimidade nos fatores organizacionais de forma generalizada.

Adicionalmente, verificamos a congruência das relações que hipotetizamos neste trabalho em uma amostra reduzida, considerando as empresas que obtiveram liquidez no mercado, em determinado ano. Sendo assim, todas as análises foram refeitas para essa amostra, sendo apresentadas no tópico seguinte.

#### **4.2.2 Avaliação da Amostra de Empresas com Liquidez no Mercado**

Na Tabela 12, podemos verificar a influência das origens da legitimidade organizacional no desempenho, mas buscando essa relação em uma amostra selecionada a partir da liquidez mínima de 0,001%. Não fizemos testes de hipóteses acerca dessas observações, já que elas foram feitas nos modelos da amostra completa. Das 2.091 observações que fazem parte da amostra completa, somente 936 apresentaram alguma liquidez. Para sintetizar as informações, apresentamos somente os modelos finais para cada uma das variáveis dependentes. Assim, cada modelo da tabela corresponde a uma variável dependente.

No Modelo 1, apresentamos o efeito das variáveis independentes no valor de mercado. O modelo fixo de dados em painel mostrou-se o mais adequado, assim como o uso do erro padrão robusto ( $LM$  de White = 691,385,  $p < 0,001$ ). O coeficiente de explicação foi de 86,5%, um pouco melhor do que o modelo com a amostra completa, indicando que, para essa amostra, as variáveis estão mais associadas com o valor de mercado. Entre as variáveis de controle, Idade mostrou-se significativa. Contudo a alavancagem não se mostrou significativa.

Em relação às variáveis independentes, entre aquelas relacionadas à dimensão formal regulatória, novamente as empresas que fazem parte do Novo Mercado apresentaram maior valor de mercado. Isso reforça o achado da análise anterior, demonstrando plausibilidade da proposição de que empresas legitimadas formalmente tendem a ter melhor desempenho. Diferentemente do grupo maior, as lacunas estruturais não tiveram efeito significativo, evidenciando que, entre os grupos de empresas de maior negociação no mercado, aparentemente a influência dos laços fracos é reduzida. Por fim, verificamos que a reputação também tem influência significativa no valor de mercado das empresas de maior liquidez, indo ao encontro da proposição de que os aspectos normativos da legitimidade influenciam no valor de mercado. Em linhas gerais, podemos dizer que a análise das relações entre legitimidade e valor de mercado foi corroborada pela amostra de empresas com liquidez. No caso do  $Q$  de Tobin, essa análise é importante porque o valor desse indicador é sensível à liquidez das ações.

No Modelo 2, podemos verificar o efeito das variáveis independentes na rentabilidade. Diferentemente dos outros modelos, utilizamos os mínimos quadrados generalizados (*GLS*) porque o Teste de Hausman apontou para sua maior adequação, se comparado com o modelo fixo. Como o teste de White não foi significativo, utilizamos o erro padrão comum. Devido ao fato de termos utilizado o modelo aleatório, o coeficiente de explicação não pode ser comparado com os demais, assim como sua interpretação isolada é pouco informativa. Das variáveis de controle utilizadas, assim como no modelo anterior, Tamanho afetou positivamente e Alavancagem Financeira afetou negativamente. Idade, pelo contrário, não se mostrou significativa. Das variáveis independentes, nenhuma delas mostrou-se significativa, contrariando nossa proposição. Alguns estudos destacam que a relação entre rentabilidade e legitimidade, assim como rentabilidade e práticas de governança é mais difícil de ser encontrada, até porque existem aspectos estruturais e estratégicos que condicionam o efeito da legitimidade, enquanto dimensão ambiental, no resultado da organização. Além disso, rentabilidade, enquanto medida de desempenho, é passível de maior manipulação por parte da organização do que as demais medidas que utilizamos. Por essas razões, já esperávamos que o relacionamento pudesse ser mais fraco.



**Tabela 12 – Influência da Legitimidade no Desempenho (Grupo com Liquidez no Mercado).**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Variável Dependente:</i>	Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
<i>Variáveis Independentes</i>					
Novo Mercado ( <i>Dummy</i> )	0,519** (0,217)	3,095 (2,240)	-0,007 (0,008)	0,343** (0,144)	7,742 (5,702)
Nível 2 ( <i>Dummy</i> )	0,182 (0,154)	2,894 (3,117)	-0,015 (0,012)	0,047 (0,061)	-0,269 (11,065)
Nível 1 ( <i>Dummy</i> )	0,142 (0,115)	0,508 (2,071)	-0,003 (0,007)	0,210 (0,131)	2,413 (4,313)
Structural Holes	0,068 (0,067)	0,604 (1,606)	0,006 (0,004)	-0,108 (0,074)	5,610** (2,387)
Eigenvector	0,127 (0,158)	1,027 (9,774)	-0,010 (0,024)	-0,228 (0,244)	-2,126 (10,442)
Coefficiente de Agrupamento	-0,030 (0,066)	1,262 (1,633)	0,005 (0,004)	-0,003 (0,083)	5,047** (2,316)
ADRs ( <i>Dummy</i> )	-0,340 (0,266)	-3,039 (2,150)	0,018* (0,010)	1,224* (0,726)	-6,257 (15,646)
Reputação	0,050** (0,021)	0,229 (0,241)	0,001 (0,001)	0,102 (0,067)	-0,325 (0,635)
<i>Variáveis de Controle</i>					
Idade (ln)	0,668*** (0,223)	0,182 (0,862)	0,005 (0,003)	-0,588 (0,412)	-17,711*** (4,594)
Tamanho (ln do Ativo Total)	-0,073 (0,184)	2,171*** (0,495)	-0,020*** (0,002)	0,376** (0,160)	-2,486 (2,724)
Alavancagem	0,001 (0,003)	-0,161*** (0,009)	0,000 (0,000)	0,000** (0,000)	-0,001 (0,004)
Constante	0,498 (2,322)	-27,618*** (6,929)	0,348*** (0,028)	-3,760** (1,832)	126,463*** (35,545)
Teste de White	691,385***	70,868	56,520	440,932***	267,949
Teste F de Chow	7,717***	1,728***	2,998***	5,13927***	4,056***
Teste de Breusch-Pagan	147,793***	125,699***	87,513***	877,085***	96,866***
Teste de Hausman	76,849***	15,472	17,966*	37,176***	42,4184***
Modelo	Fixo	Aleatório	Aleatório	Fixo	Fixo
Número de Casos	847	850	843	859	754
Empresas	273	274	272	277	225
Critério de Akaike	1521,347	7248,980	-2543,325	1648,964	6519,060
F	12,798	-	-	12,193	5,854
Wald	-	413,500	159,960	-	-
Sig.	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001
R <sup>2</sup>	0,865	0,349 <sup>1</sup>	0,219 <sup>1</sup>	0,860	0,726
R <sup>2</sup> Ajustado	0,798	-	-	0,789	0,602

Erro Padrão entre Parênteses. *Dummies* dos Setores ocultadas.

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,1

<sup>1</sup> Overall Pseudo R<sup>2</sup>.

No Modelo 3, avaliamos o efeito da legitimidade no risco não sistemático. Assim como no modelo anterior, utilizamos os mínimos quadrados generalizados (*GLS*) porque o Teste de Hausman apontou para sua maior adequação, se comparado com o modelo fixo. O teste de

White não rejeitou a hipótese nula, indicando que o erro padrão comum é consistente. A única variável de controle significativa foi o tamanho da organização, muito parecido com o modelo da amostra completa, diferindo somente pela ausência de influência da idade. Das variáveis independentes, conseguimos observar que a emissão de *ADRs* mostrou-se com efeito significativo no risco idiossincrático, em nível de 10% de significância. Apesar de o Modelo 3 apontar para um aumento do risco não sistemático, ocorreu o contrário, já que para empresas que emitem *ADRs*, o risco sistemático foi significativamente menor (*vide* Tabela 13). Portanto, sob esses resultados, podemos afirmar que existem evidências empíricas de que a participação no mercado de ações norte-americano reflete no entendimento de que as organizações têm menor risco que as demais. Como usamos o desvio padrão do erro do *CAPM*, destacamos que o risco é inerente a cada uma das organizações, não incorporando o risco de mercado.

No Modelo 4, podemos visualizar o efeito da legitimidade na liquidez. Vale destacar que consideramos somente aquelas organizações com liquidez diferente de zero. O modelo fixo de dados em painel mostrou-se o mais adequado, assim como o uso do erro padrão robusto (*LM* de White = 440,932,  $p < 0,001$ ). Entre as variáveis de controles, tamanho mostrou-se significativo, assim como a alavancagem financeira, em que esta última não influenciou o modelo da amostra completa.

Entre as origens da legitimidade formal regulatória, somente as empresas que aderiram ao Novo Mercado apresentaram maior liquidez. Assim, já que na amostra completa todos os mercados diferenciados da Bovespa mostraram-se significativos, e na amostra com empresas com liquidez maior que zero somente o Novo Mercado, podemos inferir que a adesão ao Nível 1 e 2 possibilite que a ação seja negociada, no entanto o volume adicional de transações é ocasionado somente pela adesão ao mercado com mais alto grau de governança. De forma bem simples, estar no Nível 1 e 2 garante pelo menos a venda das ações, mas sua circulação é impulsionada, com maior segurança, pela adesão ao Novo Mercado. Como destacamos anteriormente, apesar de os três níveis de governança terem o mesmo princípio legítimo como origem, o conteúdo formal de tais práticas variam entre os níveis de forma a condicionar a interpretação que os investidores têm da validade desse conteúdo. Por causa disso, seria arriscado fazer relações puramente lineares entre o fenômeno da legitimidade e do desempenho, pelo menos em relação à liquidez, tal como atribuir um caráter generalizado ao fenômeno.

Das origens normativas, a emissão de *ADRs* se mostrou significativa, igual ao modelo da amostra completa, evidenciando que empresas que buscaram negociar em mercados tidos

como legítimos em termos de garantia aos investidores reflete na aceitação das ações no mercado brasileiro. De forma geral, podemos dizer que certificações, sejam de origem formal regulatória, sejam de origem normativa, aumentam a aceitação dos papéis das empresas listadas na Bovespa.

Por fim, no Modelo 5, avaliamos a influência da legitimidade na volatilidade das ações. Usamos o modelo fixo de dados em painel, mas sem erro robusto, já que o teste de White não deu significativo. O coeficiente de explicação do modelo da amostra de empresas com liquidez no mercado foi de 72,6%, um pouco superior do que para a amostra completa. Entre as variáveis de controle, o logaritmo da idade mostrou-se significativo, reduzindo a volatilidade, o que não ocorreu na amostra completa. Podemos interpretar que, para empresas com maior fluxo de negociações, quanto mais velha, menos arriscada é sua ação. Apesar de não entrarmos nesta questão neste trabalho, alguns autores apontam a idade como um fator legitimador da organização (*vide* ALDRICH; RUEF, 2006): empresas com maior tradição no mercado tendem a ser mais respeitadas.

De forma idêntica à análise feita na amostra completa, as lacunas estruturais e o coeficiente de agrupamento mostraram-se significativos. Entretanto a influência indicada pelo modelo não condiz com a influência de fato, o que nos levou a analisar as médias da volatilidade em relação às duas variáveis categorizadas. Verificamos que em grupos com menor coeficiente de agrupamento e eficiência das lacunas estruturais a volatilidade foi alta, caindo para os níveis mais baixos quando as variáveis relacionais têm valor intermediário (*vide* Tabela 13). Já quando houve maiores valores no coeficiente de agrupamento e na eficiência dos laços, a volatilidade voltou a subir, indicando maior risco. Em poucas palavras, o comportamento oportunista na composição dos laços entre conselhos foi interpretado negativamente para os investidores, na amostra de empresas com maior liquidez, assim como na amostra geral, demonstrando consistência do padrão.

#### 4.2.2.1 Síntese e Validação dos Resultados para Empresas com Liquidez no Mercado

Em linhas gerais, a análise da amostra das empresas com maior liquidez nos mostra um padrão muito similar ao da amostra completa (*vide* Quadro 12). Empresas que fazem parte do Novo Mercado têm, em média, maior valor de mercado e maior liquidez. As lacunas estruturais e o coeficiente de agrupamento parecem afetar de forma curvilínea a volatilidade, a emissão de *ADRs* diminui o risco não sistemático e aumenta a liquidez e, por fim, quanto melhor a reputação da empresa, maior seu valor. Em relação às três primeiras proposições que fizemos sobre a influência da legitimidade formal regulatória, da legitimidade cultural-

cognitiva e da influência da legitimidade normativa, podemos entender que as relações entre os indicadores estudados vão ao encontro de nossas afirmações. Várias hipóteses foram refutadas, o que não invalida a lógica conceitual proposta.

**Quadro 12 – Síntese dos Resultados (Grupo de Empresas com Liquidez no Mercado).**

Variável	Indicador	Variável Dependente				
		Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Legitimidade Formal Regulatória	Novo Mercado	Sig.	-	-	Sig.	-
	Nível 2	-	-	-	-	-
	Nível 1	-	-	-	-	-
Legitimidade Cultural-cognitiva	Structural Holes	-	-	-	-	Sig.*
	Eigenvector	-	-	-	-	-
	Coefficiente de Agrupamento	-	-	-	-	Sig.*
Legitimidade Normativa	ADRs ( <i>Dummy</i> )	-	-	Sig.**	Sig.	-
	Reputação	Sig.	-	-	-	-

\* Existem indícios de um efeito curvilíneo do *Structural Holes* e do Coeficiente de Agrupamento. A Volatilidade cai até níveis intermediários, subindo em níveis mais altos dessas variáveis.

\*\* Sinal invertido provavelmente por problema de colinearidade.

O principal argumento a favor da utilização de uma amostra de nossos dados selecionada pelo grau de liquidez é a possibilidade de validar a influência dos indicadores nas variáveis dependentes. Se as proposições são válidas para duas amostras diferentes, é plausível supor que em outros contextos as relações aqui evidenciadas se repitam. Foi o que ocorreu: o pressuposto de que a legitimidade aumenta a capacidade das organizações em obter recursos do mercado, seja produtivo, seja financeiro, mostrou-se válida no mercado acionário brasileiro, tanto para a amostra completa, quanto para a amostra de empresas de maior liquidez.

Podemos validar essas afirmações também por meio da comparação de médias entre as categorias. Se observarmos a Tabela 13, podemos verificar que em todas as situações que houve presença de algum fator legitimador das organizações, a média dos indicadores de desempenho utilizados foi melhor, com exceção das variáveis que se referem aos relacionamentos do conselho, que mostraram um efeito curvilíneo. Para os demais indicadores, fazer parte de um mercado diferenciado ou ter maior reputação está associado com maior valor de mercado, maior rentabilidade, menor risco e maior liquidez.

Diante de tal quadro, podemos fazer o seguinte raciocínio: empresas listadas na Bovespa, quando apresentam algum vínculo com elementos legítimos, são consideradas legítimas (Definição 7 e 10). Se elas são legítimas, elas são aceitas mais facilmente no

mercado, o que aumenta a liquidez de suas ações. Ao mesmo tempo que elas tendem a ter maior aceitação, o fato de elas serem legitimadas lhe garante maior credibilidade, o que, por consequência, diminui a volatilidade e o risco idiossincrático de suas ações. Com maior liquidez e com menor risco, as ações tendem a valorizar, contribuindo com o aumento do valor de mercado da empresa ( $Q$  de Tobin). Por fim, se as ações da empresa recebem uma valoração adicional, ao mesmo tempo que são mais transacionadas no mercado, as organizações têm maior facilidade em angariar recursos (Pressuposto 3), o que lhes aumenta as chances de sobrevivência e de ter maior rentabilidade. Em suma, a **legitimidade importa**.

**Tabela 13 – Média das Variáveis Dependentes por Categoria (Grupo com Liquidez no Mercado).**

<i>Variável</i>	<i>Categoria</i>	<i>N</i>	<i>Q de Tobin</i>	<i>ROA</i>	<i>Erro do CAPM</i>	<i>Liquidez</i>	<i>Volatilidade</i>
Structural Holes	Baixa	339	1,266	-1,368	0,075	0,250	52,588
	Intermediária	270	1,189	4,090	0,059	0,588	42,667
	Alta	327	1,434	3,272	0,057	0,565	43,193
Eigenvector	Baixo	11	0,732	1,636	0,041	1,707	39,818
	Intermediário	902	1,309	1,782	0,065	0,441	46,777
	Alto	23	1,337	4,217	0,049	0,503	40,864
Coeficiente de Agrupamento	Baixo	562	1,322	0,082	0,070	0,364	49,441
	Intermediário	188	1,368	5,280	0,054	0,706	40,584
	Alto	186	1,178	3,596	0,059	0,488	43,753
Reputação	Baixa	888	1,265	1,412	0,066	0,329	47,272
	Intermediária	26	1,719	6,654	0,036	2,464	33,577
	Alta	22	2,348	13,091	0,038	3,280	35,238
ADRs ( <i>Dummy</i> )	Emissora	183	1,075	4,464	0,050	1,677	40,156
	Não	753	1,358	1,195	0,068	0,161	48,322
Novo Mercado	Participante	152	1,955	4,884	0,054	0,248	42,685
	Não	784	1,171	1,264	0,066	0,498	47,013
Nível 2	Participante	45	1,548	4,727	0,050	0,518	40,971
	Não	891	1,289	1,696	0,065	0,454	46,772
Nível 1	Participante	153	0,979	5,706	0,041	0,968	36,201
	Não	783	1,360	1,066	0,069	0,358	48,747
<i>Amostra do Estudo</i>	<i>Total</i>	<i>936</i>	<i>1,302</i>	<i>1,842</i>	<i>0,064</i>	<i>0,457</i>	<i>46,522</i>

#### 4.3 EFEITO MODERADOR DA LEGITIMIDADE FORMAL REGULATÓRIA

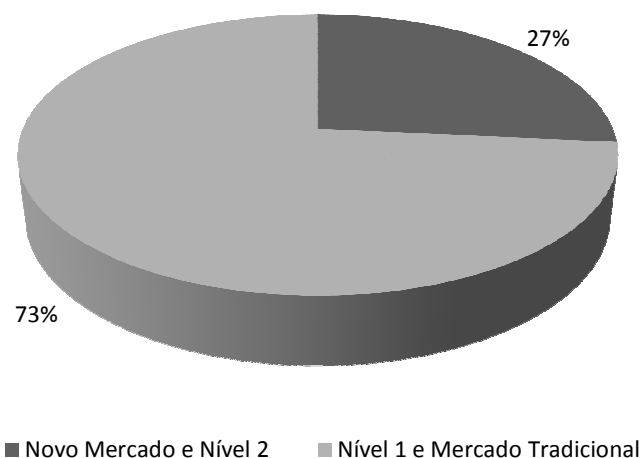
Como propomos anteriormente que a legitimidade formal regulatória tem um efeito moderador na influência da legitimidade cultural-cognitiva e normativa no desempenho organizacional, avaliaremos nesta seção tal relação. Em nosso caso, a moderação significa que, na presença de níveis elevados de governança corporativa, Novo Mercado e Nível 2, a influência dos fatores originados da legitimidade cultural-cognitiva e normativa cai, enquanto na ausência desses padrões elevados de governança, a influência da legitimidade normativa e cultural-cognitiva sobe. Isso porque, como anteriormente foi discutido, entendemos que os

aspectos formais regulatórios instituídos no mercado acionário brasileiro diminuíam a influência de outras origens da legitimidade.

Para fazer tais análises, em primeiro lugar, tivemos que seccionar a amostra completa em duas amostras menores: uma envolvendo as empresas que têm nível diferenciado de governança (Novo Mercado e Nível 2); outra com empresas com menor nível ou ausência de adoção de práticas formais de governança (Nível 1 e Mercado Tradicional). Não incluímos as empresas do Nível 1 no grupo de empresas com maior nível de governança porque os pré-requisitos necessários para fazer parte desse mercado envolvem fatores relacionados somente à maior disponibilidade de informação, sendo mais facilmente acessíveis às organizações com baixo nível de governança. Além disso, em somente uma situação ocorreu de o Nível 1 ter tido influência significativa nas variáveis dependentes que elencamos. Ressaltamos também que não utilizamos índices de governança corporativa para discriminar as empresas como assim fizeram, por exemplo, Carvalhal da Silva e Leal (2005), Mendes-da-Silva *et al.* (2009) e Silveira e Barros (2008), porque nosso objetivo era avaliar o caráter **cerimonial** e **normativo** da adoção formal de práticas de governança. Se a participação nos mercados diferenciados, de fato, mudou as práticas de governança corporativa para além do formalmente estabelecido, é objeto de outro estudo.

**Tabela 14 – Número de Empresas e Observações por Agrupamento.**

Grupo:	Governança Diferenciada	Governança Tradicional
Nível de Governança	Novo Mercado e Nível 2	Nível 1 e Mercado Tradicional
Empresas	118	327
Observações	222	1869



**Figura 12 – Número de Empresas por Grupo (Diferenciado pelo Nível de Governança).**

Na Tabela 14, podemos verificar o número de empresas que fizeram parte da amostra de empresas com nível elevado de governança (Governança Diferenciada), assim como o grupo com nível mais baixo, que denominados como Governança Tradicional. Apesar de o número de organizações ser menor entre as empresas do Novo Mercado e do Nível 2, totalizando 118 organizações, contra 327 das demais, elas já correspondem há 27% das empresas participantes da Bovespa (*vide* Figura 12).

Como apontamos anteriormente, além de o número de organizações com níveis diferenciados ter crescido muito nos últimos anos, a adesão à Bovespa tem ocorrido, com maior frequência, por meio dos mercados mais exigentes em níveis de governança. Por causa dessas evidências, e do aspecto simbolicamente desejável da instauração dessas práticas no mercado acionário brasileiro, tomamos que as práticas de governança são institucionalizadas, tal como são legitimadas. Como aponta Scott (2008), práticas, para serem consideradas institucionalizadas, não necessariamente precisam ser as práticas predominantes, já que há tempo se aceita no institucionalismo a heterogeneidade de instituições no campo organizacional.

É evidente que o número de empresas que fazem parte do mercado tradicional é maior. No entanto temos que atentar que a abertura do mercado diferenciado da Bovespa surgiu somente no ano 2000, com adesão da primeira empresa no Novo Mercado ocorrendo somente no ano de 2002. Por isso ainda há poucas empresas nessa modalidade e, menos ainda, observações para essas organizações dentro do período analisado: das 118 empresas no grupo de governança diferenciada, obtivemos 222 casos, contra 1.869 casos do grupo de governança tradicional.

Dessa forma, tomando as práticas formais de governança como **dadas**, avaliamos separadamente para os dois grupos a influência dos indicadores da legitimidade cultural-cognitiva e da legitimidade normativa no desempenho das organizações. Sendo assim, exploraremos, em primeiro lugar, o efeito dessas variáveis no desempenho em cada um dos grupos, para depois testar as hipóteses acerca da moderação. Diferentemente das análises anteriores, removemos as variáveis referentes à legitimidade formal regulatória para evitar problemas de colinearidade, como adicionamos o indicador de densidade da forma populacional. Em termos bem simples, o indicador de densidade populacional é tido como *proxy* da legitimidade cultural-cognitiva por demonstrar o quanto uma forma organizacional é disseminada. Assim, quanto maior o número de organizações que adotam determinada prática, supostamente maior a sua legitimidade. Em nosso caso, a densidade organizacional

foi calculada considerando o total de organizações que adotaram níveis diferenciados de governança em cada ano.

#### **4.3.1 Avaliação do Grupo de Governança Diferenciada**

Na Tabela 15, podemos verificar a influência das variáveis nos indicadores de desempenho. Como antes, buscamos o melhor modelo de dados em painel para cada um dos relacionamentos. Cada um dos modelos se refere a um indicador de desempenho, assim como fizemos na amostra de liquidez no mercado.

No Modelo 1, avaliamos a influência da legitimidade no valor de mercado. Entre as variáveis de controle, somente a alavancagem financeira teve influência significativa. Entre as variáveis independentes, reputação mostrou-se significativa, assim como na análise da amostra como um todo. Para o aumento de uma posição na reputação da organização, há um aumento de 10,8%, em média, no  $Q$  de Tobin. As lacunas estruturais, que influenciaram o modelo anterior, desta vez não apresentaram nenhuma relação. Era esperado que a influência de alguns indicadores da legitimidade fosse diminuída, já que estamos considerando o grupo de empresas com maior nível de governança.

No Modelo 2, avaliamos a influência das variáveis na rentabilidade das organizações. Entre as variáveis de controle, novamente a alavancagem financeira mostrou-se negativamente relacionada. Diferentemente da análise para a amostra total, entre as empresas com nível mais alto de governança houve efeitos significativos de indicadores acerca da legitimidade cultural-cognitiva e normativa. No caso do primeiro tipo de legitimidade, a variável que indica prestígio do conselho, *Eigenvector*, mostrou-se significativa no nível de 10%. Para um aumento de 10% no prestígio, avaliado de forma estrutural, há um aumento de 2,7 pontos no ROA das organizações.

Para nós esse resultado foi interessante, porque indica uma influência diferente à da apontada pela literatura acerca da legitimidade. Esperávamos que todos os indicadores de legitimidade perdessem força, mas para a rentabilidade o efeito foi o contrário, tendo seu efeito aumentado. Quando avaliamos os princípios da governança corporativa, esse aspecto faz sentido. Na visão de Roe (2005), a principal instituição da governança é o conselho de administração. Sendo assim, eles são considerados como importantes vetores de uma melhor gestão corporativa. Se for disseminada a crença no mercado de que empresas que têm adotado altos níveis de governança têm um conselho mais operante, é esperado que eles realmente apresentem melhor resultado, principalmente quando eles envolvem executivos de renome no mercado.



Tabela 15 – Influência da Legitimidade no Desempenho (Grupo Governança Diferenciada).

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Variável Dependente:</i>	Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
<i>Variáveis Independentes</i>					
Structural Holes	0,025 (0,194)	-1,377 (1,767)	0,008 (0,005)	-0,025 (0,061)	5,985 (4,122)
Eigenvector	1,889 (1,770)	27,641* (14,597)	0,031 (0,049)	-0,091 (0,622)	20,884 (38,242)
Coefficiente de Agrupamento	0,113 (0,190)	0,120 (1,773)	-0,002 (0,005)	0,1479* (0,074)	-3,857 (4,083)
Densidade	0,000 (0,001)	0,005 (0,014)	0,000 (0,000)	0,000 (0,001)	-0,023 (0,032)
ADRs ( <i>Dummy</i> )	0,383 (0,476)	-0,469 (2,991)	0,004 (0,006)	0,601*** (0,198)	4,077 (4,536)
Reputação	0,108*** (0,037)	0,699*** (0,248)	-0,001** (0,000)	-0,019 (0,013)	0,175 (0,422)
<i>Variáveis de Controle</i>					
Idade (ln)	-0,169 (0,160)	0,911 (0,822)	0,002 (0,002)	0,339** (0,168)	1,193 (1,874)
Tamanho (ln do Ativo Total)	-0,142 (0,183)	-0,266 (1,013)	-0,003 (0,002)	-0,006 (0,018)	-3,703* (1,975)
Alavancagem	-0,027*** (0,007)	-0,114** (0,051)	0,000 (0,000)	0,002 (0,001)	0,389*** (0,112)
Constante	4,632* (2,382)	7,542 (12,893)	0,095*** (0,033)	-0,276 (0,294)	83,284*** (27,020)
Teste de White	94,137***	54,468**	44,476	61,010***	32,001
Teste F de Chow	7,097***	1,684***	0,858	1,497**	0,853
Teste de Breusch-Pagan	9,010***	7,058***	0,028	96,945***	0,009
Teste de Hausman	15,413*	16,806*	23,780***	32,104***	14,110
Modelo	Aleatório	Aleatório	MQO	Fixo	MQO
Número de Casos	195	202	173	207	121
Empresas	105	109	96	110	61
Critério de Akaike	710,771	1452,002	-816,763	17,489	997,874
F	-	-	1,997	4,636	1,639
Wald	64,210	43,830	-	-	-
Sig.	p < 0,001	p = 0,028	p = 0,005	p < 0,001	p = 0,046
R <sup>2</sup>	0,274 <sup>1</sup>	0,285 <sup>1</sup>	0,262	0,861	0,301
R <sup>2</sup> Ajustado	-	-	0,131	0,676	0,118

Erro Padrão entre Parênteses. *Dummies* dos Setores ocultadas.

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,1

<sup>1</sup> Overall Pseudo R<sup>2</sup>.

A reputação da firma novamente teve influência positiva, indicando que organizações de melhor reputação tendem a ser mais lucrativas: um aumento de uma posição no *ranking* de reputação está relacionado, em média, ao aumento de 0,69 pontos no ROA.

No Modelo 3, que verificou a influência das variáveis no risco não sistemático, tivemos a influência da reputação na queda do risco. Para o aumento de uma posição na rentabilidade, há queda de 0,001 pontos no desvio padrão do erro do *CAPM*. Como não houve influência dessa variável na amostra total, mas sim na amostra de empresas com governança

diferenciada, podemos inferir que a adoção de práticas diferenciadas de governança tem efeito interveniente na relação entre reputação e risco não sistemático. Sendo assim, na ótica dos investidores, a reputação da empresa importa somente se as empresas tiverem certificadas suas práticas de governança.

No Modelo 4, verificamos a influência dos indicadores na liquidez das organizações. Entre as empresas de maior governança, aquelas com mais de tempo de bolsa obtiveram maior liquidez, como evidenciado pelo coeficiente da variável Idade. Já entre os indicadores de legitimidade cultural-cognitiva, o coeficiente de agrupamento mostrou-se significativo, no nível de 10%. Para um aumento de 10% no coeficiente de agrupamento, temos um aumento de 1,4% na liquidez. Como o coeficiente de agrupamento envolve a formação de capital social do conselho a partir da coesão social, podemos inferir que, entre as empresas de governança diferenciada, das quais supostamente o conselho administrativo tem influência na gestão corporativa, quanto maior a coesão do conselho, maior a liquidez das ações.

Entre os indicadores de legitimidade normativa, a emissão de *ADRs* também se mostrou significativa, assim como na amostra completa. Podemos entender que aquelas organizações que têm nível diferenciado de governança e, ao mesmo tempo, negociam suas ações no mercado norte-americano, tendem a ser mais aceitas no mercado acionário brasileiro.

Por fim, no Modelo 5, verificamos a influência das variáveis na volatilidade das ações. Somente o tamanho do ativo e a alavancagem estiveram associados com a volatilidade, a primeira reduzindo o risco, e a segunda aumentando. Diferentemente da amostra completa, não conseguimos identificar o efeito curvilíneo da legitimidade cultural no risco, nem como qualquer outro efeito.

#### 4.3.1.1 Síntese e Validação dos Resultados (Grupo de Governança Diferenciada)

Para o grupo de empresas com governança diferenciada, podemos sintetizar os resultados significativos no Quadro 13. Como podemos observar, entre os indicadores da legitimidade cultural-cognitiva, o aumento no prestígio, medido por meio do *Eigenvector*, está associado com maior rentabilidade das empresas de governança diferenciada, sendo tal influência validada pela comparação das médias das diferentes categorias de *Eigenvector* em relação ao ROA (*vide* Tabela 16). Já o coeficiente de agrupamento está relacionado com aumento da liquidez das ações. Como apontam Galaskiewicz (1985) e Mizruchi (1996), os relacionamentos corporativos têm importante papel na legitimação das organizações, que, por sua vez, refletem em avaliações positivas atribuídas aos conselheiros de administração das organizações (CERTO; HODGE, 2007; HIGGINS; GULATI, 2006; WADE *et al.* 2006;

ZHANG; WIERSEMA, 2009). Interessante notar que empresas com valores altos de coeficiente de agrupamento tendem a ter maior liquidez, mas os valores caem mais para níveis intermediários do que para níveis baixos. Para averiguar tais elementos, serão necessários outros estudos.

**Quadro 13 - Síntese dos Resultados (Grupo de Empresas com Governança Diferenciada).**

Variável	Indicador	Variável Dependente				
		Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Legitimidade Cultural-cognitiva	Structural Holes	-	-	-	-	-
	Eigenvector	-	Sig.	-	-	-
	Coeficiente de Agrupamento	-	-	-	Sig.	-
	Densidade	-	-	-	-	-
Legitimidade Normativa	ADRs ( <i>Dummy</i> )	-	-	-	Sig.	-
	Reputação	Sig.	Sig.	Sig.	-	-

Entre os indicadores da legitimidade normativa, verificamos que a emissão de *ADRs* tem efeito significativo na liquidez das ações, cujo efeito foi corroborado pela diferença acentuada na média da liquidez entre os grupos que emitem ou não esses papéis. Por fim, a reputação mostrou-se como o indicador de maior relevância para esse grupo, influenciando o aumento do valor de mercado da empresa, sua rentabilidade e a queda do risco não sistemático.

**Tabela 16 - Média das Variáveis Dependentes por Categoria (Grupo com Governança Diferenciada).**

<i>Variável</i>	Categoria	N	Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Structural Holes	Baixa	50	1,493	3,130	0,052	0,210	43,214
	Intermediária	69	1,836	5,985	0,053	0,246	41,649
	Alta	103	2,004	4,847	0,054	0,325	42,097
Eigenvector	Baixo	-	-	-	-	-	-
	Intermediário	211	1,835	4,625	0,053	0,277	42,319
	Alto	11	1,857	8,636	0,050	0,223	40,625
Coeficiente de Agrupamento	Baixo	116	1,744	3,843	0,056	0,286	44,167
	Intermediário	73	1,947	5,757	0,050	0,247	40,818
	Alto	33	1,894	6,121	0,049	0,296	38,235
Reputação	Baixa	213	1,725	4,272	0,054	0,260	42,445
	Intermediária	2	3,641	15,000	0,056	0,759	44,500
	Alta	7	4,265	18,143	0,048	0,567	36,833
ADRs ( <i>Dummy</i> )	Emissora	24	1,578	2,583	0,051	0,965	43,913
	Não	198	1,872	5,123	0,054	0,191	41,837
<i>Governança Diferenciada</i>	<i>Total</i>	222	1,836	4,834	0,053	0,274	42,213

Em poucas palavras os resultados apontam, em concordância com a literatura (*vide*, p.ex., DEEPHOUSE; CARTER, 2005; MEYER; ROWAN, 1977; PFEFFER; SALANCIK, 1978; RAO, 1994), que a aceitação da organização perante sua audiência aumenta sua estabilidade e sua capacidade de ter acesso a recursos.

#### 4.3.2 Avaliação do Grupo de Governança Tradicional

Assim como fizemos com o grupo de empresas com práticas diferenciadas de governança corporativa, avaliamos o efeito dos indicadores no desempenho organizacional das empresas com níveis mais baixos de governança. Para tanto, na Tabela 17, apresentamos os coeficientes dos modelos de dados em painel, em que buscamos os de melhor ajuste.

No Modelo 1, avaliamos a influência das variáveis independentes no valor de mercado. Para essa amostra, todas as variáveis de controle mostraram-se significativas. Como era esperado, um número maior de indicadores acerca da legitimidade influenciou o  $Q$  de Tobin. Entre as variáveis relacionadas com a legitimidade cultural-cognitiva, as lacunas estruturais, o coeficiente de agrupamento e a densidade mostraram-se significativas. No caso da primeira variável, um aumento de 10% na eficiência dos laços está relacionado com um aumento de 1,38% no valor de mercado. Já o coeficiente de agrupamento mostrou-se com efeito negativo, fato que nos chamou atenção. Avaliando a média do valor da empresa para diferentes níveis do coeficiente de agrupamento (*vide*

Tais resultados podem ser corroborados pela comparação de médias apresentada na **Erro! Auto-referência de indicador não válida.** O coeficiente de agrupamento influenciou significativamente o valor de mercado, porém de forma negativa. Como a amostra envolve empresas sem garantias de bom funcionamento do conselho, maior coesão social significa menor valor de mercado. Acerca da volatilidade, também identificamos um efeito curvilíneo, em que a coesão diminui a volatilidade até níveis intermediários, mas fazendo-a subir em níveis mais altos.

Tabela 18), verificamos que há uma queda no valor da empresa quando este indicador aumenta. Isso nos leva novamente a suspeitar da existência de um efeito negativo das redes de conselheiros: a proximidade entre empresas sem garantias de bom funcionamento do conselho, expressa pela maior coesão, é interpretada de forma negativa pelos investidores, o que foi evidenciado pelo valor de mercado. Ao invés de um efeito positivo, paradoxalmente a coesão reflete em desconfiança, punindo essas organizações.

**Tabela 17 - Influência da Legitimidade no Desempenho (Grupo Governança Tradicional).**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Variável Dependente:</i>	Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
<i>Variáveis Independentes</i>					
Structural Holes	0,138** (0,058)	1,573 (1,367)	0,006 (0,006)	-0,041 (0,036)	5,569** (2,514)
Eigenvector	-0,076 (0,092)	-4,871 (8,055)	0,008 (0,029)	-0,204 (0,192)	-1,534 (4,442)
Coefficiente de Agrupamento	-0,132** (0,062)	0,045 (1,462)	0,003 (0,006)	-0,024 (0,049)	5,117** (2,562)
Densidade	0,005*** (0,001)	0,025*** (0,009)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,040 (0,028)
ADRs ( <i>Dummy</i> )	- -	-2,207 (3,940)	- -	- -	- -
Reputação	0,045*** (0,006)	-0,307 (0,367)	0,000 (0,002)	0,105 (0,069)	-0,324 (0,303)
<i>Variáveis de Controle</i>					
Idade (ln)	0,623*** (0,241)	-1,491* (0,887)	-0,030* (0,016)	-0,277 (0,183)	-26,957*** (9,503)
Tamanho (ln do Ativo Total)	-0,492*** (0,163)	3,909*** (0,498)	-0,013* (0,007)	0,039** (0,018)	-1,911 (3,183)
Alavancagem	0,007*** (0,002)	-0,173*** (0,011)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	-0,004** (0,001)
Constante	5,383** (2,147)	-45,818*** (6,605)	0,362*** (0,107)	0,383 (0,389)	145,586*** (46,600)
Teste de White	341,512***	152,411	92,856	774,706***	242,555**
Teste F de Chow	10,951***	3,623***	4,307***	10,834***	4,265***
Teste de Breusch-Pagan	480,096***	335,424***	112,222***	2001,280***	73,247***
Teste de Hausman	56,683***	14,996*	44,309***	36,802***	68,673***
Modelo	Fixo	Aleatório	Fixo	Fixo	Fixo
Número de Casos	1162	1604	1046	1650	703
Empresas	258	354	251	364	193
Crítério de Akaike	1673,674	14143,900	-2985,394	1763,192	6140,104
F	24,502	-	6,333	21,76426	6,505
Wald	-	390,800	-	-	-
Sig.	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001	p < 0,001
R <sup>2</sup>	0,879	0,370 <sup>1</sup>	0,675	0,863	0,722
R <sup>2</sup> Ajustado	0,843	-	0,568	0,823	0,611

Erro Padrão entre Parênteses. *Dummies* dos Setores ocultadas.

Obs: *ADRs (Dummy)* omitida do Modelo 4 devido problema de colinearidade

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,1

<sup>1</sup> Overall Pseudo R<sup>2</sup>.

Esse fato demonstra um importante aspecto da ausência de legitimação do papel do conselho em empresas de menor governança. Podemos entender que, se não há garantias de que o conselho atue de acordo com uma norma socialmente estabelecida de boa governança, qualquer aproximação entre conselheiros de diferentes organizações pode ser tida como estratégia de manipulação da informação, ou até mesmo como meio de tirar proveito de uma posição privilegiada.

O aumento do número de organizações adotantes de práticas de governança corporativa mostrou-se com efeito significativo no valor de mercado nessa amostra, demonstrando que, nesse caso, a disseminação de melhores formas de conduta tendeu a ser generalizada também para empresas que não adotaram os códigos plenamente. Esse aspecto vai ao encontro do que apontaram Zimmerman e Zeitz (2002), de que em algumas situações o aumento da legitimidade de uma indústria ou de um campo organizacional aumenta a legitimidade de todas as organizações, e não somente daquelas que se adequam aos padrões socialmente aceitos. Em outras palavras, algumas empresas estão se beneficiando indiretamente da legitimidade gerada pelo aumento da governança no mercado acionário brasileiro.

Entre os indicadores de legitimidade normativa, a reputação mostrou-se significativa, assim como ocorreu no grupo de empresas de maior governança. Para o aumento de uma posição no *ranking* da reputação, temos o aumento de 4,5% no  $Q$  de Tobin. Assim, diante da evidência de relacionamento entre reputação e valor da empresa em três amostras diferentes, podemos inferir que a aceitação social está fortemente associada ao valor de mercado: quanto melhor a reputação, melhor o desempenho em termos de valorização das ações da empresa. Tais resultados corroboram a afirmação de Meyer e Rowan (1977), Scott e Meyer (1983) e Scott (1995), os quais apontam que as organizações não precisam somente de recursos, precisam também de legitimidade.

No Modelo 2, que avaliou a influência dos indicadores na rentabilidade das organizações, verificamos que todas as variáveis de controle mostraram-se significativas. Entre as variáveis independentes, somente a densidade da forma organizacional mostrou-se significativa. Para cada nova organização que adota prática diferenciada de governança, temos um aumento de 2,5% na rentabilidade média das organizações listadas na Bovespa.

Para compreender esse efeito da densidade na rentabilidade, devemos ater-nos a dois pontos. O primeiro deles é que empresas que adotam práticas diferenciadas de governança, principalmente aquelas que fazem parte do Novo Mercado, têm maior rentabilidade que as demais. Sendo assim, se o número de empresas que adotaram práticas de governança aumenta, na média a rentabilidade também aumenta. No entanto como estamos avaliando o efeito da densidade nas empresas que não apresentam níveis diferenciados de governança, como ele pode refletir em maior rentabilidade? Para responder, entramos no segundo ponto. Indicadores de desempenho, por mais objetivos que sejam sempre são construções sociais (MEYER, M., 1994). Sendo assim, eles são passíveis de interpretação, em que o critério de se ter um bom ou mau desempenho é dado não somente pelo caráter objetivo dos resultados, mas também pela expectativa de rendimento generalizada no mercado. Ora, se com a entrada de

empresas de governança diferenciada na Bovespa aumenta, na média, a rentabilidade, é muito provável que as organizações revejam os padrões aceitáveis de rentabilidade, tentando aumentá-los. Com efeito, se a rentabilidade é a medida mais manipulável de desempenho que testamos, não seria difícil de supor que as organizações com menor governança, para se ajustar a um padrão mais exigente de rentabilidade, tentassem buscar melhorar sua rentabilidade.

No Modelo 3, que avaliamos a influência dos indicadores no risco não sistemático, verificamos que as variáveis de controle Idade e Tamanho mostraram-se significativas, diminuindo o risco das empresas de governança tradicional. Não identificamos nenhuma influência significativa das variáveis independentes no risco idiossincrático para essa amostra. Isso pode ter ocorrido realmente porque não há relação entre os fenômenos, ou porque o corte que fizemos no total de cotações das ações para calcular o erro do *CAPM* não foi preciso o suficiente. Análises futuras serão necessárias para investigar mais detalhadamente esse ponto.

No Modelo 4, exploramos o efeito dos indicadores de legitimidade cultural-cognitiva e normativa na liquidez das ações. Não achamos nenhuma relação entre essas variáveis nessa amostra, sendo o aumento da liquidez explicado somente pelo Tamanho da organização. Esse resultado demonstra certa ortodoxia do mercado acerca da negociação de papéis em bolsa, pois, entre as variáveis identificadas, o incremento da liquidez das organizações de capital aberto está relacionado ao seu tamanho em termos de volume dos ativos.

Por fim, no Modelo 5, analisamos a influência das variáveis na volatilidade. Entre as variáveis de controle, Idade e Alavancagem mostraram-se significativas, diminuindo o risco das organizações. Entre os indicadores das variáveis independentes, somente aquelas relativas aos relacionamentos do conselho foram significativas. Novamente, encontramos um efeito curvilíneo entre essas variáveis e volatilidade, assim como em outras amostras. Tanto para a eficiência das lacunas estruturais, quanto para o aumento no coeficiente de agrupamento, a volatilidade cai até níveis intermediários, subindo em níveis mais altos dessas duas variáveis. Novamente encontramos “o lado negro das redes”. Para empresas cuja atividade do conselho é questionável, laços mais influentes e maior coesão são interpretados de forma negativa pelos investidores, aumentando o risco (*vide*, também,

Tais resultados podem ser corroborados pela comparação de médias apresentada na **Erro! Auto-referência de indicador não válida..** O coeficiente de agrupamento influenciou significativamente o valor de mercado, porém de forma negativa. Como a amostra envolve empresas sem garantias de bom funcionamento do conselho, maior coesão social significa

menor valor de mercado. Acerca da volatilidade, também identificamos um efeito curvilíneo, em que a coesão diminui a volatilidade até níveis intermediários, mas fazendo-a subir em níveis mais altos.

Tabela 18).

#### 4.3.2.1 Síntese e Validação dos Resultados (Grupo de Governança Tradicional)

Os resultados acerca da influência dos indicadores da legitimidade cultural-cognitiva e da legitimidade normativa nos indicadores de desempenho, nessa amostra, podem ser vistos no Quadro 14. Entre os indicadores de legitimidade cultural-cognitiva, podemos verificar que o aumento na eficiência das lacunas estruturais é acompanhado pelo aumento na rentabilidade. No entanto em relação à volatilidade, o aumento da eficiência é limitado, pois há evidências de que maior oportunismo do conselho em estabelecer relacionamentos aumenta o risco. Para níveis altos de eficiência dos laços, o valor de mercado aumenta; no entanto o risco também sobe.

**Quadro 14 - Síntese dos Resultados (Grupo de Empresas com Governança Tradicional).**

Variável	Indicador	Variável Dependente				
		Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Legitimidade Cultural-cognitiva	Structural Holes	Sig.	-	-	-	Sig.*
	Eigenvector	-	-	-	-	
	Coefficiente de Agrupamento	Sig. Inv.	-	-	-	Sig.*
	Densidade	Sig.	Sig.	-	-	-
Legitimidade Normativa	ADRs ( <i>Dummy</i> ) <sup>1</sup>	-	-	-	-	-
	Reputação	Sig.	-	-	-	-

<sup>1</sup> Não foi possível verificar a influência das ADRs na maioria dos modelos devido a problemas de colinearidade.

\* Existem indícios de um efeito curvilíneo do Coeficiente de Agrupamento e das Lacunas Estruturais. A volatilidade cai até níveis intermediários, subindo em níveis mais altos dessas variáveis.

Tais resultados podem ser corroborados pela comparação de médias apresentada na **Erro! Auto-referência de indicador não válida..** O coeficiente de agrupamento influenciou significativamente o valor de mercado, porém de forma negativa. Como a amostra envolve empresas sem garantias de bom funcionamento do conselho, maior coesão social significa menor valor de mercado. Acerca da volatilidade, também identificamos um efeito curvilíneo,



em que a coesão diminui a volatilidade até níveis intermediários, mas fazendo-a subir em níveis mais altos.

**Tabela 18 – Média das Variáveis Dependentes por Categoria (Grupo com Governança Tradicional).**

<i>Variável</i>	<i>Categoria</i>	<i>N</i>	<i>Q de Tobin</i>	<i>ROA</i>	<i>Erro do CAPM</i>	<i>Liquidez</i>	<i>Volatilidade</i>
Structural Holes	Baixa	910	1,150	-5,361	0,102	0,082	53,932
	Intermediária	470	0,945	2,225	0,079	0,301	42,374
	Alta	489	1,188	0,466	0,076	0,309	44,773
Eigenvector	Baixo	23	0,729	3,526	0,043	0,816	37,167
	Intermediário	1820	1,114	-2,044	0,089	0,186	48,267
	Alto	26	1,053	2,286	0,061	0,351	39,733
Coeficiente de Agrupamento	Baixo	1276	1,168	-3,928	0,095	0,134	51,090
	Intermediário	235	1,078	2,249	0,074	0,488	42,146
	Alto	358	0,925	2,666	0,076	0,226	43,269
Reputação	Baixa	1821	1,098	-2,196	0,090	0,130	48,702
	Intermediária	28	1,417	6,286	0,042	2,234	32,667
	Alta	20	1,411	9,000	0,034	3,410	34,600
ADRs ( <i>Dummy</i> )	Emissora	175	0,981	4,601	0,051	1,621	39,319
	Não	1694	1,128	-2,648	0,095	0,049	50,183
<i>Governança Tradicional</i>	<i>Total</i>	<i>1869</i>	<i>1,108</i>	<i>-1,932</i>	<i>0,088</i>	<i>0,196</i>	<i>47,929</i>

A densidade da forma organizacional, que mensura o grau de adoção de formas diferenciadas de governança, demonstrou influência significativa no valor de mercado e na rentabilidade. Apesar de esse efeito ocorrer por mecanismos distintos, a influência dessa dimensão na amostra de empresas sem maiores garantias de práticas de governança demonstra que, no processo de institucionalização, as expectativas da audiência tendem a ser generalizadas.

Dos indicadores que envolveram a legitimidade normativa, a reputação foi o único que teve algum efeito nas variáveis de desempenho, o valor de mercado. Isso demonstra que quando organizações não têm suas práticas de governança certificadas no mercado por meio da adoção de níveis diferenciados, se elas possuem, ao menos, alguma reputação, elas tendem a ter suas ações mais valorizadas que as demais.

#### **4.3.3 Avaliação do Efeito Moderador da Legitimidade Formal Regulatória**

Enfim, avaliamos as últimas hipóteses acerca do papel moderador da legitimidade formal regulatória na relação entre outras origens da legitimidade e desempenho. Para tanto, assim como fez Decker (2008), utilizamos o procedimento de seccionar a amostra em dois grupos, objetivando comparar o coeficiente de explicação de cada uma das variáveis entre si. Ressaltamos que, quanto maior o valor absoluto do coeficiente, maior sua influência no modelo. Sendo assim, avaliamos as diferenças entre coeficientes para cada uma das variáveis

diminuindo o valor do coeficiente identificado no grupo de governança diferenciada pelo coeficiente do grupo de governança tradicional. Dessa forma, se o valor do coeficiente no grupo de governança diferenciada for maior que no grupo de governança tradicional, o valor da diferença é positivo, indicando que a influência da variável no grupo de governança diferenciada é maior que no grupo de governança tradicional. Pelo contrário, se o valor do coeficiente for maior no grupo de governança tradicional, temos um valor da diferença negativo, indicando maior influência da variável no grupo de governança tradicional.

Como nossas proposições 4 e 5 indicam um efeito moderador da legitimidade formal regulatória, no sentido de diminuir a influência das origens da legitimidade cultural-cognitiva e formal regulatória no desempenho, nossas hipóteses são verdadeiras se o valor da diferença entre coeficientes for negativo. Caso contrário, elas são falsas. Todavia, nos casos em que as hipóteses apontam para um efeito negativo nas variáveis, como no caso do risco não sistemático e da volatilidade, as hipóteses são verdadeiras se o coeficiente for positivo. Adicionalmente, verdadeiras ou não, elas são válidas se a diferença entre os coeficientes apresentar diferença significativa. Em face do exposto, as hipóteses foram corroboradas somente se fossem, ao mesmo tempo, verdadeiras e válidas.

**Tabela 19 - Diferença dos Coeficientes entre os Grupos de Governança Corporativa.**

<i>Variável Dependente:</i>	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
	Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
<i>Variáveis Independentes</i>					
Structural Holes	-0,114 (0,313)	-2,951 (0,000)	0,002 (0,042)	0,016 (0,052)	0,416 (0,000)
Eigenvector	1,965 (1,228)	32,513 (0,000)	0,023 (0,166)	0,113 (0,030)	22,418 (0,000)
Coeficiente de Agrupamento	0,246 (1,506)	0,075 (0,000)	-0,005 (0,000)	0,171** (3,646)	-8,975 (0,000)
Densidade	-0,005*** (9,787)	-0,020 (1,442)	0,000 (0,214)	-0,001 (0,196)	-0,063 (2,137)
ADRs (Dummy)	- -	1,738 (0,000)	- -	- -	- -
Reputação	0,063* (2,750)	1,006** (5,156)	-0,001 (0,232)	-0,124* (3,125)	0,499 (0,919)
<i>Variáveis de Controle</i>					
Idade (ln)	-0,791*** (7,479)	2,402** (3,942)	0,031** (3,900)	0,615*** (6,109)	28,150 (0,000)
Tamanho (ln do Ativo Total)	0,350 (2,027)	-4,175*** (13,668)	0,010 (1,759)	-0,045* (2,993)	-1,793 (0,000)
Alavancagem	-0,034*** (21,735)	0,059 (1,253)	0,000 (1,227)	0,002 (1,019)	0,393*** (12,363)
Constante	-0,751 (0,000)	53,360 (0,000)	-0,266** (5,594)	-0,660 (1,827)	-62,302 (0,000)

Valor do *Qui-quadrado* entre Parênteses.

\*\*\* p < 0,01    \*\* p < 0,05    \* p < 0,1

Sendo assim, podemos ver a diferença entre os coeficientes dos indicadores dos dois grupos na Tabela 19. Em cada coluna, temos um modelo que sintetiza a diferença entre os coeficientes para cada um dos indicadores da variável dependente. Como os testes de significância foram realizados a partir do Qui-quadrado, apontamos entre parênteses, seu valor para cada um dos coeficientes.

Em relação ao Modelo 1, que avaliou o efeito moderador da legitimidade formal regulatória em relação ao valor de mercado como variável dependente, verificamos que as variáveis de controle Idade e Alavancagem apresentaram uma diferença negativa e significativa. Isso indica que o efeito dessas variáveis no valor de mercado é maior entre as empresas sem práticas diferenciadas de governança. Ou seja, já que propusemos que a legitimidade formal regulatória diminuiria a influência das variáveis dependentes, era provável que ocorresse o mesmo efeito nas variáveis de controle. Podemos interpretar essa relação da seguinte forma: em circunstâncias que a empresa não tem garantidas suas práticas de governança, seu tempo de operação em bolsa e seu tamanho favorecem a avaliação de suas ações. Nos casos da existência de práticas de governança diferenciada esse valor diminui.

Entre as origens da legitimidade cultural-cognitiva, somente a moderação na densidade mostrou-se significativa, com maior força no grupo de empresas sem práticas de governança diferenciada do que no grupo de governança diferenciada, corroborando a **Hipótese 4.1d**. Esse resultado indica, como já foi apontado anteriormente, que o aumento no número de organizações com níveis mais altos de governança pode estar associado ao aumento na crença de que todas as organizações estão melhorando suas práticas de governança, o que contribuiu para o aumento do valor de mercado. Como esse fato já é explicado pela adesão ao Nível 2 e ao Novo Mercado no grupo de governança diferenciada, o efeito da densidade foi reduzido para esse grupo, mas manteve-se forte entre empresas do grupo de governança tradicional.

No que concerne à legitimidade normativa, somente a reputação teve efeito moderado significativo no valor de mercado. No entanto não podemos corroborar a Hipótese 5.1b porque, paradoxalmente, a influência da reputação foi maior no grupo de governança diferenciada do que no de governança tradicional. A legitimidade formal regulatória, ao invés de reduzir o efeito da reputação, pelo contrário, a aumentou. Isto evidencia que, na presença de empresas com maior grau de governança corporativa, a reputação tem uma influência muito maior no valor de mercado, do que na sua ausência. O efeito moderador da legitimidade formal regulatória ainda existe, mas com influência oposta ao da que hipotetizamos.

No Modelo 2, que avaliou o efeito moderador da legitimidade formal regulatória em relação à rentabilidade da empresa, verificamos que as variáveis de controle Idade e Tamanho apresentaram uma diferença significativa. No entanto enquanto o tamanho da empresa tem uma influência mais forte no grupo de empresas com governança tradicional, o tempo de operação teve uma influência menor. No caso do tempo de atuação, como as empresas que têm governança diferenciada são, em média, mais jovens no mercado (8 anos em média, contra 20 anos do mercado tradicional;  $t = 15,556$ ,  $p < 0,001$ ), a influência do tempo tende a ser maior.

Entre as variáveis independentes, somente a moderação da reputação mostrou-se significativa, mas, ao invés de ter a influência reduzida no grupo de governança diferenciada, também de forma paradoxal, ela apresentou maior influência no grupo de governança diferenciada. Por causa disso não podemos aceitar a Hipótese H5.2b. Neste caso, como a variável dependente é o retorno sobre o ativo, podemos entender que entre as empresas que têm adotado práticas de governança mais rigorosas formalmente, aquelas que têm maior reputação tendem a ser mais rentáveis. Podemos dizer que as empresas de maior reputação fazem jus à posição, pois, além de serem vistas como mais bem geridas, elas realmente tendem a ter melhores resultados, se comparadas com as empresas de maior reputação do grupo de empresas com governança tradicional.

No Modelo 3, verificamos o efeito moderador da legitimidade formal regulatória em relação ao risco não sistemático. A única variável que se mostrou com diferença significativa entre os dois grupos foi a idade. Neste caso, o efeito da idade na queda do risco não sistemático é maior entre as empresas com governança tradicional do que entre as empresas do mercado tradicional.

No Modelo 4, verificamos a moderação da legitimidade formal regulatória nos efeitos das outras origens da legitimidade na liquidez. Entre as variáveis de controle, novamente o tempo de atuação na bolsa mostrou-se com maior influência para o grupo de empresas com governança diferenciada do que para as outras empresas, já que elas são mais novas. O tamanho também se mostrou significativo; no entanto a influência foi maior entre as empresas de governança tradicional. Assim, para empresas que não aderiram formalmente ao Novo Mercado, o tamanho influencia mais na liquidez.

Entre os indicadores que evidenciam a moderação da legitimidade cultural-cognitiva pela legitimidade formal regulatória, somente o coeficiente de agrupamento mostrou-se significativo, no entanto com efeito contrário ao esperado por nós, por isso não pudemos corroborar a Hipótese 4.4c. Esse resultado foi interessante porque, ao invés de a adesão

formal a níveis formais de governança diminuir a influência do capital social na liquidez das empresas, ela o aumentou. Acreditamos que isso ocorreu porque como um dos princípios da governança corporativa é o papel efetivo e independente do conselho, os investidores interpretaram que em circunstâncias em que existem muitos laços entre os conselhos de organizações, o risco de desvios de conduta do conselho é menor nas empresas de governança diferenciada no que das demais. Dessa forma, como os padrões de coesão são aceitos mais facilmente nas empresas com governança diferenciada que nas demais, a liquidez tende a ser maior.

Já no que concerne à moderação da influência da legitimidade normativa, a reputação mostrou-se com diferença significativa, com influência mais forte na liquidez no grupo de empresas do mercado tradicional do que no das empresas de governança diferenciada. Sendo assim, corroboramos a **Hipótese 5.4b**. Como era esperado, entre as organizações que não apresentam práticas formalizadas de governança, a reputação tem influência incremental na liquidez das organizações. Podemos entender que, se uma empresa não adota práticas diferenciadas de governança, no entanto tem uma boa reputação no mercado, suas ações tendem a ser aceitas com maior facilidade, já que existe a expectativa que ela atue, no futuro, da forma que sempre atuou.

Por fim, no Modelo 5, verificamos a moderação da legitimidade formal regulatória acerca da volatilidade. Somente uma variável teve efeito significativo: a alavancagem. Entre as empresas de governança tradicional, quanto mais alavancadas, menor a volatilidade, o que não ocorreu entre as empresas de governança diferenciada.

Todos esses resultados referentes às variáveis independentes foram sintetizados no Quadro 15.

**Quadro 15 – Sínteses do Efeito Moderador da Legitimidade Formal Regulatória.**

Variável	Indicador	Variável Dependente				
		Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Legitimidade Cultural-cognitiva	Structural Holes	-	-	-	-	-
	Eigenvector	-	-	-	-	-
	Coefficiente de Agrupamento	-	-	-	Sig. Inv.	-
	Densidade	Sig.	-	-	-	-
Legitimidade Normativa	ADRs ( <i>Dummy</i> ) <sup>1</sup>	-	-	-	-	-
	Reputação	Sig. Inv.	Sig. Inv.	-	Sig.	-

Como foi observado, a legitimidade formal regulatória, exercida por meio de níveis diferenciados de governança, moderou o efeito do coeficiente de agrupamento na liquidez, mas de forma inversa ao que nós esperávamos. Isso significa que, em níveis mais altos de coesão, a influência na liquidez é maior no grupo de governança diferenciada. A relação entre densidade e valor de mercado também foi significativamente moderada pela legitimidade formal regulatória, indo ao encontro da Proposição 4.1.

A relação entre reputação e desempenho foi moderada pela legitimidade formal regulatória no que se refere ao valor de mercado, rentabilidade e liquidez. Nos primeiros dois casos, ter prática diferenciada de governança está associado ao efeito adicional da reputação no valor de mercado e na rentabilidade. O contrário ocorreu na relação entre reputação e liquidez. Entre as empresas com governança tradicional, a reputação teve uma influência maior na liquidez do que no grupo de empresas de governança diferenciada, o que vai ao encontro da **Proposição 5.4**.

#### 4.4 SÍNTESE DAS HIPÓTESES CORROBORADAS

Após a apresentação e análise dos resultados, podemos sintetizar as hipóteses corroboradas no Quadro 16 e no Quadro 17. Das hipóteses derivadas das Proposições 1, 2 e 3, 11 delas foram corroboradas, evidenciando, de forma empírica, a plausibilidade do efeito da das três dimensões da legitimidade no desempenho organizacional.

**Quadro 16 – Hipóteses Derivadas das Proposições 1, 2 e 3 que Foram Corroboradas.**

Variável	Indicador	Variável Dependente				
		Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Legitimidade Formal Regulatória	Novo Mercado	H1.1a	H1.2a		H1.4a	
	Nível 2				H1.4b	
	Nível 1				H1.4c	
Legitimidade Cultural-cognitiva	Eigenvector	H2.1a				H2.5a
	Structural Holes					
	Coeficiente de Agrupamento					H2.5c
Legitimidade Normativa	ADRs ( <i>Dummy</i> )				H3.4a	H3.5a
	Reputação	H3.1b				

Entre as hipóteses que avaliaram o efeito moderador da legitimidade formal regulatória, duas delas foram corroboradas, indo ao encontro das Proposições 4 e 5. Três delas apresentam

moderação, no entanto tiveram sinal contrário ao que propusemos. As implicações desses achados serão discutidas no tópico seguinte.

**Quadro 17 – Hipóteses Derivadas das Proposições 4 e 5 que Foram Corroboradas.**

Variável	Indicador	Variável Dependente				
		Q de Tobin	ROA	Erro do CAPM	Liquidez	Volatilidade
Legitimidade Cultural-cognitiva	Eigenvector					
	Structural Holes					
	Coefficiente de Agrupamento				H4.4c*	
	Densidade	H4.1d				
Legitimidade Normativa	ADRs ( <i>Dummy</i> ) <sup>1</sup>					
	Reputação	H5.1b*	H5.2b*		H5.4b	

\* Influência contrária ao que propomos.

## 5 DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

O ponto inicial desta tese foi buscar formas de se avaliar empiricamente como as diferentes dimensões da legitimidade condicionam o desempenho organizacional, fundamentando a relação entre esses fenômenos a partir do quadro teórico institucional, que pressupõe uma lógica estruturacionista de interpretação. No entanto antes de se chegar ao ponto de se definir conceitualmente e operacionalmente indicadores, fizemos uma discussão do conceito de legitimidade sob a ótica da teoria da estruturação, construindo uma série de definições, pressupostos e condições emparelhadas. Feito isto, revisitamos o conceito de legitimidade organizacional buscando posicioná-lo de forma coerente dentro do esquema conceitual que construímos.

Em primeiro lugar, devemos destacar que a legitimidade reside na estrutura, e, por causa disso, os aspectos relacionados a sua investigação empírica sempre são complexos. Para tanto, por causa da dificuldade de se acessarem aspectos estruturais e simbólicos, os estudos empíricos que envolvem o conceito da legitimidade sempre tendem a relacioná-lo com suas origens (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008). Essas origens se enquadram como um sistema de avaliação específico, com avaliadores específicos e com regras específicas. Tidos como elementos estruturais legitimados, essas origens tem sua legitimidade condicionada pelo grau de alinhamento aos princípios estruturais, assim como pelo grau de sedimentação no sistema social. Sendo assim, cada origem pode variar em influência e relevância para a ação social, especialmente a organizacional, elucidando seu caráter multidimensional (SCOTT *et al.*, 2000).

Apesar de essas origens serem diversas, nós as enquadrámos analiticamente em três dimensões: a formal regulatória, a cultural-cognitiva e a normativa. A diferença entre elas, enquanto dimensão conceitual, ocorre somente pela ênfase dada aos aspectos sociais envolvidos. No entanto, enquanto dimensão social, elas sempre, no fim, se postam na realidade social como aspecto normativo (WALKER, 2004).

No caso deste estudo, buscamos na literatura indicadores que fizessem referência a essas três dimensões, sabendo que, não importando a origem, em última instância, sua influência é sempre normativa. Todavia, pelas razões expressas no quadro teórico utilizado, entendemos que cada uma das origens tivesse um efeito diferenciado na atividade organizacional. Tomando essas influências como dadas, buscamos na literatura acerca da legitimidade organizacional identificar algumas consequências do fenômeno, em que verificamos que elas remetem principalmente à sobrevivência, estabilidade, aceitação e



capacidade de gerar recursos. Diante de tal fato, decidimos investigar a influência da legitimidade organizacional no desempenho.

A partir de tais apontamentos conceituais, escolhemos um campo de pesquisa que apresentasse todos os elementos necessários para se fazer uma investigação que envolvesse o caráter multifacetado da legitimidade organizacional. Por isso escolhemos pesquisar o mercado acionário brasileiro. As empresas de capital aberto com negociação em bolsa se configuraram como um campo relevante para se estudar o fenômeno da legitimidade porque ele envolve, mais que decisões técnicas, expectativas dos investidores sobre as organizações listadas. Assim, aspectos sociais relacionados com a legitimidade das organizações afloram como importantes condicionantes da capacidade das organizações em angariar recursos, já que elas são dependentes de sua avaliação no mercado para consegui-los.

Com o campo definido, optamos verificar a influência de diferentes origens da legitimidade no desempenho organizacional, considerando, para essa última, cinco medidas que julgamos relevantes: valor de mercado; rentabilidade; risco não sistemático; liquidez; e volatilidade. No caso dos indicadores da legitimidade organizacional, definimos diferentes origens para cada uma das dimensões, mas dando destaque à dimensão formal regulatória originada da adesão a práticas diferenciadas de governança, já que ela vem sendo institucionalizada sob a premissa de racionalizar o mercado acionário. Em face do exposto, nosso objetivo na tese foi avaliar como a adesão a níveis mais altos de governança corporativa, enquanto mecanismo de legitimidade formal regulatória, modera o efeito da legitimidade organizacional no desempenho das empresas listadas na Bovespa. Perante esse objetivo, desdobramos cinco proposições que foram operacionalizadas por meio de setenta hipóteses passíveis de avaliação.

Na dimensão empírica deste trabalho, analisamos 442 organizações que nos forneceram o total de 2.091 observações entre os anos de 2002 e 2007. Entre essas organizações, verificamos que houve um crescimento significativo na adesão aos mercados com práticas de governança diferenciada, principalmente ao Novo Mercado. Tal crescimento acompanhou o crescimento da bolsa em termos de número de organizações, já que nos anos de 2006 e 2007 houve um aumento significativo no número de organizações participantes, boa parte delas abrindo seu capital diretamente no mercado com nível máximo de governança. Entendemos que as organizações, principalmente aquelas iniciantes no mercado acionário, têm optado por aderir aos mercados diferenciados porque, diante da ausência de legitimação de suas ações perante os investidores, uma alternativa para aumentar sua aceitação é por meio da adesão aos níveis diferenciados de governança, já que esses funcionam como mitos legitimadores

(MEYER; ROWAN, 1977). Assim, além do aspecto ligado à eficiência da gestão corporativa, organizações buscam se legitimar perante sua audiência adotando práticas de governança (FISS, 2008; ROE, 2005) diante da crença disseminada que maiores níveis de governança garantem maior transparência, respeito aos acionistas e gestão independente do conselho (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006).

Acerca do efeito das diferentes origens da legitimidade no **valor de mercado**, verificamos que, entre os indicadores relacionados com a legitimidade formal regulatória, a adesão ao Novo Mercado mostrou-se significativa. No caso de nosso campo de estudo, ser formalmente legitimada significa que os investidores pagam um valor adicional aos ativos dessas organizações, se comparado, na média, com ativos das empresas que não aderiram ao Novo Mercado. Já entre os indicadores relacionados à legitimidade cultural-cognitiva, somente o indicador de eficiência dos laços, que mensura a proporção de laços fracos em relação ao total de laços existentes do conselho, mostrou-se significativo. Como apontamos na análise, por trás desse indicador de laços fracos do conselho, está o pressuposto de que o corpo de conselheiros e diretores tem uma importante função em prover a reputação da firma (PARSONS, 1960; SELZNICK, 1971). Dessa forma, se a organização quer aumentar seu prestígio, uma alternativa é contratar conselheiros de prestígio destacado, normalmente que fazem parte de organizações de maior reputação ou prestígio (GALASKIEWICZ, 1985). Entre os indicadores de legitimidade normativa, a reputação mostrou-se significativa, corroborando outros estudos que apontam a importância da aceitação generalizada da organização diante da sociedade (DEEPHOUSE; CARTER, 2005; FOMBRUN; SHANLEY, 1990; LOVE; KRAATZ, 2009; ROBERTS; DOWLING, 2002).

Em relação à **rentabilidade** das organizações, somente a participação no Novo Mercado mostrou-se significativa. Podemos entender que a adesão ao Novo Mercado funciona como uma espécie de certificação de boa conduta. Dessa forma, a maior rentabilidade das organizações contribui para justificar a norma de que empresas que fazem parte desse mercado são mais bem gerenciadas, contribuindo para justificar a manutenção desse sistema diferenciado de governança, suportando sua legitimidade. Assim, a fórmula legitimadora ganha força: sua justificativa não é fundamentada somente na crença, mas em evidências concretas, o que lhe confere caráter racional utilitário.

Não achamos evidências empíricas, para a amostra total, de que as origens da legitimidade diminuem o **risco não sistemático**. No entanto, no que se refere à **liquidez**, empresas legitimadas formalmente tendem a ter maior circulação das suas ações. Entendemos que isso ocorre porque essas empresas são tidas como mais seguras para transacionar seus

papéis. Dessa forma, como há maior confiança do mercado de que as informações disponibilizadas por essas empresas sejam mais próximas do real do que das empresas que fazem parte do mercado tradicional, elas são mais desejadas do que essas. Sob o aspecto da legitimidade organizacional, podemos entender que o fato de as organizações serem certificadas por uma autoridade legitimada no mercado acionário, neste caso a Bovespa, garante que elas estão atuando de acordo com um conjunto de princípios socialmente aceitos nesse mercado acionário. Na dimensão normativa, observamos que a emissão de *ADRs* influenciou significativamente. Assim como nos mercados diferenciados da Bovespa a emissão de *ADRs* tem efeito legitimador porque remete ao princípio de transparência e fidedignidade das informações da empresa.

No que se refere à **volatilidade**, as lacunas estruturais (*Structural Holes*) e Coeficiente de Agrupamento mostraram-se significativos. Contudo a direção do resultado, em primeira instância, foi contrária ao proposto. Ao invés da legitimidade originada de os conselhos mais bem posicionados diminuir a volatilidade, ela a aumenta. Como apontado na análise, tais circunstâncias remetem a um ponto que começa a chamar atenção na literatura sobre relacionamentos interorganizacionais: **o lado obscuro das redes**. Sobre esses indicadores, há indícios de um efeito curvilíneo na volatilidade. Enquanto em níveis baixos de lacunas estruturais e de coeficiente de agrupamento há alta volatilidade, em níveis intermediários há menor volatilidade. Na sequência, para conselhos com muita eficiência das lacunas estruturais e com maior coeficiente de agrupamento, a volatilidade volta a subir. Como podemos ver, o oportunismo tem limites, o que torna extremamente contestável algumas das estratégias para se angariar legitimidade, como, por exemplo, aquelas apontadas por Aldrich e Ruef (2006) e Suchman (1995). Enquanto elemento construído socialmente, a legitimidade reside na estrutura social, e, dessa forma, mudanças de configuração no sistema social (em nosso caso, nas relações corporativas) não significam, de imediato, mudança nos esquemas interpretativos de investidores. Esses resultados, no contexto brasileiro podem ser interpretados a partir de algumas características culturais, como, por exemplo, o personalismo: no quadro atual, em que há uma tentativa de diminuir as influências personalistas no mercado acionário, organizações que abusam dos laços influentes (lacunas estruturais) e que se estruturam em feudos (alto coeficiente de agrupamento), tendem a ser vistas com desconfiança, o que lhes aufere risco.

Sob a ótica da teoria institucional, podemos entender que esses resultados vão ao encontro do pressuposto de que a legitimidade afeta a capacidade das organizações em angariar recursos (PARSONS, 1956; PFEFFER; SALANCIK, 1978). Em especial, podemos

entender que aquelas organizações que buscaram se adequar a regras formalmente estabelecidas tiveram melhor desempenho, já que atuam de acordo com mitos racionalizadores (MEYER; ROWAN, 1977). Merece também destaque o fato de os níveis diferenciados de governança na Bovespa serem um mecanismo supralegal de regulação do mercado. É interessante notar que, diferentemente de outros países, o Brasil foi o único país a conseguir adotar com sucesso um mercado mais exigente em termos de governança. Provavelmente isso ocorreu porque nossa estrutura legal oferece poucas condições favoráveis ao desenvolvimento do mercado acionário, como foi visto por La Porta *et al.* (1998). Cabe destacar também que seu sucesso pode ter sido impulsionado pela frustração com o nível das mudanças sugeridas pela Lei das S.A., editada em 2001, pois muito pouco se avançou em termos de garantia para os acionistas e para os investidores (GRÜN, 2003; RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002).

Em linhas gerais, das quarenta hipóteses derivadas das proposições que delineamos, onze hipóteses foram corroboradas, apontando para fortes indícios de que a legitimidade organizacional afeta o desempenho organizacional das empresas de capital aberto negociadas na Bovespa, o que vai ao encontro das **Proposições 1, 2 e 3**. No entanto nem todas as hipóteses foram válidas, demonstrando que nem sempre podemos perceber o efeito da legitimidade nos fatores organizacionais de forma generalizada. Ademais, avaliamos a influência da legitimidade a partir de um número reduzido de indicadores e origens, e, como apontamos anteriormente, por ser um fenômeno que reside na estrutura social, qualquer estratégia de avaliação sempre será limitada. Porém incisivamente apontamentos que, mesmo sendo uma redução do conceito da legitimidade, qualquer empreendimento empírico originado de uma abstração social sempre captará somente parte do conceito, não importando o método utilizado. Portanto a redução aqui existente não pode ser atribuída simplesmente ao método empregado, mas como fruto de uma tentativa de se trabalhar o conceito da legitimidade sobre os cânones científicos: o conhecimento científico é um conhecimento reducionista.

Adicionalmente, verificamos a congruência das relações que hipotetizamos neste trabalho em uma amostra reduzida, considerando as empresas que obtiveram liquidez no mercado, em determinado ano. Em linhas gerais, a análise da amostra das empresas com maior liquidez nos mostra um padrão muito similar ao da amostra completa. Empresas que fazem parte do Novo Mercado têm, em média, maior valor de mercado e maior liquidez. As lacunas estruturais e o coeficiente de agrupamento afetam de forma curvilínea a volatilidade, a emissão de *ADRs* diminui o risco não sistemático e aumenta a liquidez, e, por fim, quanto

melhor a reputação da empresa, maior o seu valor. Em relação às três primeiras proposições que fizemos sobre a influência da legitimidade formal regulatória, da legitimidade cultural-cognitiva e da legitimidade normativa, podemos entender que as relações entre os indicadores estudados vão ao encontro de nossas afirmações. Se as proposições são válidas para duas amostras diferentes, é plausível supor que em outros contextos as relações aqui evidenciadas se repitam. Foi o que ocorreu: o pressuposto de que a legitimidade aumenta a capacidade das organizações em obter recursos do mercado, seja produtivo, seja financeiro, mostrou-se válida no mercado acionário brasileiro, tanto para a amostra completa, quanto para a amostra de empresas de maior liquidez.

No campo estudado, hipoteticamente a legitimidade opera no desempenho das organizações da seguinte forma: empresas listadas na Bovespa, quando apresentam algum vínculo com elementos legítimos, são consideradas legítimas (Definição 7 e 10). Se elas são legítimas, elas são aceitas mais facilmente no mercado, o que aumenta a liquidez de suas ações. Ao mesmo tempo que elas tendem a ter maior aceitação, o fato de elas serem legitimadas lhes garantem maior credibilidade, o que, por consequência, diminui a volatilidade e o risco idiossincrático de suas ações. Com maior liquidez e com menor risco, as ações tendem a se valorizar, contribuindo com o aumento do valor de mercado da empresa (*Q* de Tobin). Por fim, se as ações da empresa recebem uma valoração adicional, ao mesmo tempo que são mais transacionadas no mercado, as organizações tem maior facilidade em angariar recursos (Pressuposto 3), o que lhes aumenta as chances de sobrevivência e de ter maior rentabilidade. Em poucas palavras, **se há legitimidade, há recursos**.

Por fim, avaliamos se a legitimidade formal regulatória tem efeito moderador nas outras origens da legitimidade. Para tanto, separamos a amostra em dois grupos: um de empresas com níveis mais altos de governança, denominado grupo de Governança Diferenciada; outro com níveis mais baixos, denominado grupo com Governança Tradicional. Depois, avaliamos separadamente, para os dois grupos, a influência dos indicadores da legitimidade cultural-cognitiva e da legitimidade normativa no desempenho das organizações, para comparar os resultados entre os dois grupos, objetivando verificar o efeito de moderação da legitimidade formal regulatória. Verificamos que a adoção de níveis diferenciados de governança modera a relação entre densidade da forma organizacional e **valor de mercado**. Esse resultado indica que o aumento no número de organizações com níveis mais altos de governança pode estar associado a um aumento na crença de que todas as organizações estão melhorando suas práticas de governança, o que contribuiu para o aumento do valor de mercado. No que concerne à legitimidade normativa, somente a reputação teve efeito moderado de forma

significativa acerca do valor de mercado. No entanto, paradoxalmente, a influência da reputação foi maior no grupo de governança diferenciada do que no de governança tradicional. Isto evidencia que, na presença de empresas com maior grau de governança corporativa, a reputação tem influência muito maior no valor de mercado, do que em sua ausência. Isso também ocorreu para a relação entre reputação e **rentabilidade**. Podemos entender que, entre as empresas que têm adotado formalmente práticas de governança mais rigorosas, aquelas que têm maior reputação tendem a ser mais rentáveis, fazendo jus a sua reputação de empresas bem geridas.

No caso da **liquidez**, o coeficiente de agrupamento foi moderado de forma significativa, no entanto com efeito contrário ao esperado: ao invés da adesão formal a níveis mais altos de governança diminuir a influência do capital social na liquidez das empresas, ela o aumentou. Entendemos que isso ocorreu porque, como um dos princípios da governança corporativa é o papel efetivo e independente do conselho, há indícios de que os investidores interpretaram que, em circunstâncias em que existem muitos laços entre os conselhos de organizações, o risco de desvios de conduta do conselho é menor nas empresas de governança diferenciada do que nas demais. Dessa forma, como os padrões de coesão são aceitos mais facilmente nas empresas com governança diferenciada que nas demais, a liquidez tende a ser maior. Em relação à moderação da influência da legitimidade normativa, a reputação mostrou-se significativa, com influência mais forte na liquidez no grupo de empresas do mercado tradicional do que entre as empresas de governança diferenciada. Como era esperado, entre as organizações que não apresentam práticas formalizadas de governança, a reputação tem influência incremental na liquidez das ações das organizações. Podemos entender que, se uma empresa não adota práticas diferenciadas de governança, no entanto tem uma boa reputação no mercado, suas ações tendem a ser aceitas com maior facilidade, já que existe a expectativa que ela atue, no futuro, da forma que sempre atuou.

Os resultados apontam a existência do papel moderador da legitimidade formal regulatória na relação entre outras origens da legitimidade e desempenho, indo ao encontro das **Proposições 4 e 5**. No entanto, assim como ocorreu em relação às proposições 1, 2 e 3, muitas hipóteses não foram corroboradas. Não significa que as proposições sejam inválidas, mas que elas têm limites enquanto dimensão empírica, pois, de fato, há fortes evidências de que a **legitimidade importa**. Sendo assim, delineamos as implicações teóricas e práticas derivadas desses resultados, assim como apontamos sugestões para estudos futuros.

## 5.1 IMPLICAÇÕES TEÓRICAS E PRÁTICAS

As discussões e análises desenvolvidas neste estudo apontam para uma série de implicações teóricas e práticas. Entre as implicações teóricas, a primeira delas, de ordem conceitual, deriva do posicionamento da legitimidade organizacional, enquanto elemento estrutural, no cerne na discussão do estruturacionismo. Grande parte dos estudos que remete à legitimidade organizacional resgatou o conceito dentro do paradigma funcionalista. Sendo assim, já que adotamos uma postura ontológica diferente, havia necessidade de se rediscutirem as dimensões da legitimidade sob a ótica que adotamos. Por isso buscamos construir uma série de definições, pressupostos e proposições emparelhadas, tendo como ponto de referência a Teoria da Estruturação de Giddens (1978, 1979, 1989), não se esquecendo, é claro, que todo o debate sobre o tema partiu de Weber (1991). Com o *corpus* teórico desenvolvido, pudemos enquadrar um tipo específico de legitimidade, a legitimidade organizacional, no esquema conceitual que construímos. A principal implicação de se rediscutir o conceito de legitimidade dentro do estruturacionismo é aceitar que a legitimidade é uma construção social recursiva: ela condiciona e habilita as ações organizacionais, mas também essas ações produzem padrões legitimados posteriormente. Dizer que a legitimidade é recursiva não significa dizer que ela é fluida, ou desenvolvida sincronicamente como práticas dos sistemas sociais, mas que, por mais duradouros que sejam seus princípios, eles sempre são interpretados e reinterpretados no processo de interação social.

A segunda implicação teórica deste estudo envolve a utilização de elementos sociais e institucionais presentes no ambiente organizacional como condicionantes do desempenho organizacional. Organizações não respondem somente a pressões instrumentais, elas também se adequam a pressões institucionais, já que necessitam da aprovação social e de legitimidade para adquirir recursos. Mostramos nesse trabalho que realmente tais fatores importam. Empresas cujos objetos são legitimados no ambiente, são mais facilmente aceitas, têm maior estabilidade, conseguem mais facilmente acessar recursos, assim como têm mais chances de sobreviver.

A terceira implicação teórica remete à natureza multifacetada da legitimidade. Apesar de Scott (1995) apontar que a distinção entre as diferentes dimensões da legitimidade é somente analítica, empiricamente elas se diferenciam (*vide* o próprio autor em SCOTT *et al.*, 2000). Isso ocorre porque a legitimidade, enquanto dimensão estrutural, se manifesta no contexto de ação por meio de agentes e objetos, configurando naquilo que chamamos de origens da legitimidade. Por sua vez, cada uma das origens apresenta variações no grau de

alinhamento aos princípios estruturais, assim como diferenças na sedimentação no sistema social. Logo, se a legitimidade da origem está relacionada ao alinhamento aos princípios e à sedimentação no sistema social (*vide* Definição 7), elas naturalmente devem apresentar efeito diferenciado sobre o resultado das organizações. Sendo assim, se a legitimidade pode variar em cada origem, sua influência nas organizações também pode. Tal fato tem que ser considerado em estudos empíricos, como assim fizemos.

A última implicação teórica desse trabalho envolve os problemas relacionados à tentativa de manipulação da legitimidade organizacional. Visões gerenciais da legitimidade como a que Suchman (1995) e Aldrich e Ruef (2006) apontam são arriscadas, em algumas circunstâncias, porque a atitude deliberada de alterar objetos organizacionais com o objetivo de melhorar a legitimidade pode, em alguns casos, ser encarada como mero oportunismo. Se isso ocorre, ao invés de contribuir com a organização, o efeito pode ser contrário, como conseguimos verificar em algumas situações nesse trabalho.

Entre as implicações práticas, a fundamental delas remete à necessidade de os gestores corporativos das organizações repensarem a organização para além de sua função econômica, cujo objetivo, nas empresas de capital aberto, é a maximização do investimento do acionista. Para isso não estamos utilizando um argumento ético ou moralista, mas utilitário. Se as organizações são legitimadas perante sua audiência, elas tendem a ter maior facilidade a acessar recursos, assim como, provavelmente, conseguem passar por crises com menor dificuldade, o que lhes possibilita maiores chances de retorno e de valorização. Diante de tal fato, se elas são favorecidas economicamente pela dimensão social da legitimidade, isso, por consequência, acaba favorecendo sua função objetivo de maximizar o retorno do acionista. Como podemos ver, não existe contradição alguma entre buscar legitimar e o papel da organização na sociedade, com seu objetivo de gerar riqueza. Eles se complementam e, por causa disso, devem ser considerados em políticas corporativas.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES DE ESTUDOS FUTUROS

Uma tese é um trabalho que tende ao fechamento: ele tem um início, meio e fim. No entanto, como qualquer produção intelectual, as respostas às perguntas iniciais levam a novas perguntas. Isso porque, já que sabemos agora mais do que sabíamos anteriormente, nossa capacidade de questionar aumenta. Esse é o conhecimento científico, que, ao invés de fechado como um trabalho acadêmico, sempre é aberto, não respeitando os limites de tempo, de espaço e de autoria. Sendo assim, das perguntas que tentamos responder e das hipóteses que tentamos corroborar, uma série de pontos ficaram em aberto, que tentaremos resgatar aqui.



A primeira recomendação que faremos é sobre a necessidade de se investigar o processo de institucionalização das práticas de governança corporativa no Brasil. Isso é importante porque as práticas de governança surgiram em países que o problema de agência existente ocorre por causa do conflito entre, por um lado, acionistas minoritários, interessados na valorização de suas ações, e, por outro, executivos das organizações que nem sempre buscam maximizar a riqueza dos proprietários, atuando muitas vezes em causa própria. No caso do Brasil, onde a propriedade é extremamente centralizada, por que adotar um modelo de governança que, em princípio busca resolver um problema quase inexistente na realidade brasileira?

Com certeza essa pergunta tem resposta, mas necessita de ser investigada com maior profundidade. Estudos futuros poderiam verificar como o ambiente institucional brasileiro condicionou a institucionalização das práticas de governança no Brasil, considerando que, enquanto regra estruturante, seus princípios já foram definidos internacionalmente. Já que uma quantidade crescente das organizações de capital aberto está buscando melhorar suas práticas de governança, seria interessante investigar como elas interpretam tal fenômeno, assim como elas definem quais respostas darão à pressão por adequação de sua gestão corporativa. Outro ponto a se investigar, fundamental para se compreender o efeito da legitimidade no mercado acionário brasileiro, é compreender quais são os elementos relacionados às práticas de governança que têm efeito legitimador nas organizações. Além disso, como as organizações são sistemas frouxamente acoplados, buscando isolar algumas de suas dimensões funcionais das dimensões relacionadas com o ambiente, estudos futuros poderiam avaliar como as organizações estão se reestruturando para atender às necessidades legais e institucionais geradas pela mudança no padrão de governança do país.

É necessário destacar que existe também toda uma dinâmica social no mercado acionário brasileiro que envolve diversos agentes que têm papel fundamental na construção de regras de governança no Brasil, entre eles, os fundos de pensão, as associações de bancos, acionistas, sociedade civil, IBGC, CVM, Bovespa, entre outros. Analisar o processo de construção social das práticas corporativas, especialmente aquelas relacionadas à governança corporativa, seria um tópico relevante de estudo, principalmente se envolvesse abordagens de campo como a etnográfica.

Entre os pontos envolvendo as questões empíricas do trabalho, verificamos que organizações que são mais endividadas tendem a ter maior valor de mercado. Esse fenômeno deixa em aberto uma questão: quais fatores fazem com que uma organização tenha maior poder de barganha com os investidores ao ponto de seu maior endividamento levar à maior

valorização de suas ações, e não o contrário? Acreditamos que a resposta esteja em uma dimensão institucional, que envolve o processo de legitimação das organizações. Sendo assim, a interpretação do mercado sobre esses aspectos deve ser investigada.

Não poderíamos deixar de mencionar a necessidade de se compreender melhor “o lado obscuro das redes”. Em várias análises verificamos que o comportamento oportunista das organizações em buscar acesso a recursos e prestígio por meio da eficiência dos laços fracos e do capital social a partir da coesão as pune com maior risco, menor liquidez e menor valor de mercado. Os limites desse fenômeno devem ser mais bem explorados, até porque verificamos que esse efeito ocorreu principalmente entre aquelas empresas com baixos níveis de governança.

Ainda em relação ao campo que envolve ao mesmo tempo a governança corporativa e o institucionalismo, estudos futuros podem começar a avaliar o efeito do tempo em algumas variáveis, já que não utilizamos painéis dinâmicos. Adicionalmente, no caso da reputação, estudos futuros poderiam buscar avaliar a reputação por meio de escores multidimensionais, como assim fizeram Fombrun e Shanley (1990). Outras variáveis também poderiam ser inseridas, como, por exemplo, indicadores relacionados à mídia, à responsabilidade social e ambiental.

A análise institucional das práticas de governança também não precisa ficar restrita aos mercados nacionais. Já que é uma prática disseminada globalmente, estudos futuros poderiam investigar a disseminação dessas práticas ao redor do mundo, seguindo uma perspectiva institucionalista do fenômeno, como a de Meyer *et al.* (1997), já que entendemos que teoricamente elas podem ir além do que a visão institucional regulatória presente em La Porta *et al.* (1998). Tal perspectiva aponta o globo como um grande sistema mundial, em que aspectos relacionais, culturais, institucionais e isomórficos condicionam políticas nacionais locais, assim como a difusão de práticas. Metodologicamente, poderíamos utilizar métodos relacionais como a análise de redes sociais para buscar compreender melhor como as instituições do mercado estão estruturalmente integradas e como isto está relacionado com a dimensão simbólica do desenvolvimento de práticas de governança.

Por fim, como trabalhamos com o conceito de legitimidade, que é central no institucionalismo organizacional, entendemos que ele poderia ser empregado em estudos em outros campos, como o educacional, da inovação, da produção cultural, ou qualquer outro em que a dimensão social tenha importância destacada. Com as dimensões levantadas e com alguns indicadores definidos, uma vasta gama de estudos pode ser feita utilizando o arcabouço conceitual aqui articulado.

## REFERÊNCIAS

- ABRAHAMSON, E.; FAIRCHILD, G. Management Fashion: Lifecycles, Triggers, and Collective Learning Processes. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, n. 4, p. 708-740, 1999.
- ADAMS, J. S. Towards an Understanding of Inequity. **Journal of Abnormal and Social Psychology**, v. 67, n. 5, p. 422-436, 1963.
- AGGARWAL, R.; SAMWICK, A. Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence. **Journal of Finance**, v. 54, n. 6, p. 1999-2043, 1999.
- AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? **Organization Studies**, v. 25, n. 3, p. 415-443, 2004.
- AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 447-465, 2003.
- ALBUQUERQUE FILHO, J. B.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Práticas Organizacionais e Estrutura de Relações no Campo do Desenvolvimento Metropolitano. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 13, n. 4, art. 6, p. 626-646, Out./Dez. 2009.
- ALDRICH, H. E.; FIOLE, C. M. Fools Rush In? The Institutional Context of industry Creation. **Academy of Management Review**, v. 19, n. 4, p. 645-670, 1994.
- ALDRICH, H. E.; RUEF, M. **Organizations Evolving**. 2. ed. London: Sage, 2006.
- ARCHIBALD, M. E. Between Isomorphism and Market Partitioning: How Organizational Competencies and Resources Foster Cultural and Sociopolitical Legitimacy, and Promote Organizational Survival. In: JOHNSON, C. **Legitimacy Processes in Organizations**. Greenwich: JAI Press, 2004. p. 171-211. (Research in The Sociology of Organizations, v. 22).
- ARISTÓTELES. **A Política**. São Paulo: Escala Educacional, 335-323 A.C./2006.
- ARISTÓTELES. **Ética a Nicômaco**. São Paulo: Martin Claret, 335-323 A.C./2001.
- ARNOLD, H. J. Moderator variables: A clarification of conceptual, analytic, and psychometric issues. **Organizational Behavior and Human Performance**, v. 29, n. 2, p. 143-174, 1982.
- ARTHUR, M. M. Share Price Reactions to Work-Family Initiatives: an Institutional Perspective. **Academy of Management Journal**, v. 46, n. 4, p. 497-505, 2003.
- ASHFORTH, B. E.; GIBBS, B. W. The Double-Edge of Organizational Legitimation. **Organization Science**, v. 1, n. 2, p. 177-194, 1990.
- BABBIE, E. **Métodos de Pesquisas de Survey**. Belo Horizonte: UFMG, 1999.
- BACHMANN, R. The Coordination of relations across organizational boundaries. **International Studies of Management & Organizations**, v. 33, n. 2, p. 7-21, 2003.

BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3. ed. Chichester: John Wiley & Sons, 2005.

BANSAL, P.; CLELLAND, I. Talking Trash: Legitimacy, Impression Management, and Unsystematic Risk in The Context of The natural Environment. **Academy of Management Journal**, v. 47, n. 1, p. 93-103, 2004.

BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.

BARNEY, J. B. **Gaining and Sustaining Competitive Advantage**. New York: Addison-Wesley Publishing Company, 1996.

BARON, R. M.; KENNY, D. A. The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Consideration. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 51, n. 6, p. 1173-1182, 1986.

BATAGELJ, V.; MRVAR, A. **PAJEK - Program for Analysis and Visualization of Large Networks**. Ljubljana, Slovenia: University of Ljubljana, 2005.

BAUM, J. A. C.; OLIVER, C. Institutional Embeddedness and The Dynamics of Organizational Populations. **American Sociological Review**, v. 57, n. 4, p. 540-559, 1992.

BAUM, J. A. C.; OLIVER, C. Toward an Institutional Ecology of Organizational Founding. **Academy of Management Journal**, v. 39, n. 5, p. 1378-1426, 1996.

BAUM, J. A. C.; POWELL, W. W. Cultivating an Institutional Ecology of Organizations: Comment on Hannan, Carroll, Dundon, and Torres. **American Sociological Review**, v. 60, n. 4, p. 529-538, Aug. 1995.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M.; WALKER, D. I. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. **University of Chicago Law Review**, v. 69, n. 3, p. 751-846, 2002.

BEBCHUK, L. A.; ROE, M. J. A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. **Stanford Law Review**, v. 52, n. 1, p.127-170, 1999.

BECK, N.; WALGENBACH, P. Technical Efficiency or Adaptation to Institutionalized Expectations? The Adoption of ISO 9000 Standards in the German Mechanical Engineering Industry. **Organization Studies**, v. 26, n. 6, p. 841-866, 2005.

BELL, R. G.; MOORE, C. B.; AL-SHAMMARI, H. A. Country of Origin and Foreign IPO Legitimacy: Understanding the Role of Geographic Scope and Insider Ownership. **Entrepreneurship, Theory and Practice**, v. 32, n. 1, p. 185-202, Jan. 2008.

BERGER, J.; RIDGEWAY, C. L.; FISEK, M. H.; NORMAN, R. Z. The legitimation and delegitimation of power and prestige orders. **American Sociological Review**, v. 63, n. 3, p. 379-405, Jun 1998.

BERGER, P. L.; KELLNER, H. **Sociology Interpreted: An Essay on Method and Vocation**. New York: Doubleday Anchor, 1981.

- BERGER, P. L.; LUCKMANN, T. **A Construção Social da Realidade**. 29 ed. Petrópolis: Vozes, 2008.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New Brunswick: Transaction Publishing, 1932/1991.
- BERTUCCI, J. L. A.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Políticas e Práticas de Governança Corporativa em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.
- BETHEL, J. E.; LIEBESKIND, J. P.; OPLER, T. Block Share Purchases and Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 53, n. 2, p. 605-634, 1998.
- BIERSTEDT, R. Legitimidade. In: MIRANDA NETTO, A. G. *et al.* **Dicionários de Ciências Sociais**. 2. ed. Rio de Janeiro: FGV, 1987. p. 674-675.
- BLAIR, M. M. **Ownership and Control: Re-Thinking Corporate Governance for the Twenty-First Century**. Washington: Brookings Inst., 1995.
- BLATTER, J. K. Legitimacy. In: BEVIR, M. **Encyclopedia of Governance**. vol. 2. Thousand Oaks: Sage, 2007. p. 518-521.
- BLAU, P. Critical Remarks on Weber's Theory of Authority. **American Political Science Review**, v. 57, n. 2, p. 305-316, 1963.
- BOAVENTURA, J. M. G.; CARDOSO, F. R.; SILVA, E. S.; SILVA, R. S. Teoria dos *Stakeholders* e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 11, n. 32, p. 289-307, 2009.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Governança Corporativa – Comparativo entre Segmentos**. São Paulo: Bovespa, 2009. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 5 de Outubro de 2009.
- BORGATTI, S.P.; Structural Holes: Unpacking Burt's Redundancy Measures. **Connections**, v. 20, n. 1, p. 35-38, 1997.
- BORGATTI, S.P.; EVERETT, M.G.; FREEMAN, L.C. **UCINET for Windows: Software for Social Network Analysis**. Boston: Harvard Analytic Technologies, 2002.
- BORGERTH, V. M. C. **SOX: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley: um caminho para a informação transparente**. São Paulo: Thomson, 2007.
- BOYD, B. K.; GOVE, S.; HIT, M. A. Construct Measurement in Strategic Management Research: Illusion or Reality? **Strategic Management Journal**, v. 26, n. 3, p. 239–257, 2005.
- BOZEC, R.; DIA, M.; BOZEC, Y. Governance–Performance Relationship: A Re-examination Using Technical Efficiency Measures. **British Journal of Management**, Early View, p. 1-17, 2009.
- BROWN, G. G. Legitimacy and Paternity Among the Hehe. **American Journal of Sociology**, v. 38, n. 2, p. 185-193, 1932.

BRUYNE, P.; HERMAN, J.; SCHOUTHEETE, M. **Dinâmica da Pesquisa em Ciências Sociais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1982.

BURT, R. S. **Structural Holes**: The Social Structure of Competition. Cambridge: Harvard University Press, 1992.

BURT, R. S. Bridge Decay. **Social Networks**, v. 24, n. 4, p. 333-363, 2002.

BURT, R. S.; LIN, N. Network Time Series From Archival Records. In: HEISE, D. R. (ed.) **Sociological Methodology**. San Francisco: Jossey-Bass, 1977. p. 224-254.

CAPRON, L.; GUILLÉN, M. National Corporate Governance and Post Acquisition Target Reorganization. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 8, p. 803-833, 2009.

CARROL, G.; HANNAN, M. T. Density Dependence in The Evolution of Populations of Newspaper Organizations. **American Sociological Review**, v. 54, n. 4, p. 524-541, 1989.

CARROL, G.; HANNAN, M. T. **Organizations in Industry**: Strategy, Structure & Selection. New York: Oxford University Press, 1995.

CARTON, R. B.; HOFER, C. W. **Measuring Organizational Performance**: Metrics for Entrepreneurship and Strategic Management Research. Cheltenham: Eduard Elgar, 2006.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 348-361, Out./Dez. 2004.

CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da USP**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CATTANI, G.; FERRIANI, S.; NEGRO, G.; PERRETTI, F. The Structure of Consensus: Network Ties, Legitimation, and Exit Rates of U.S. Feature Film Producer Organizations. **Administrative Science Quarterly**, v. 53, n. 1, p. 145-182, March 2008.

CERTO, S. T.; HODGE, F. Top Management Team Prestige and Organizational Legitimacy: An Examination of Investor Perceptions. **Journal of Managerial Issues**, v. 19, n. 4, p. 461-477, Winter 2007.

CHANDLER, A. **Scale and Scope**. Cambridge: Harvard University Press, 1990.

CHANDLER, A. **Strategy and Structure**. Cambridge: MIT Press, 1962.

CHAUMIER, Jacques. **As Técnicas Documentais**. Mem Martins: Publicações Europa-América, 1971.

CHOI, J.; WANG, H. Stakeholder Relations and The Persistence of Corporate Financial Performance. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 8, p. 895-907, 2009.

CHOI, Y. R.; SHEPERD, D. A. Stakeholder Perceptions of Age and Other Dimensions of Newness. **Journal of Management**, v. 31, n. 4, p. 573-596, August 2005.

CHOWDHURY, S. D.; WANG, E. Z. Institutional Activism Types and CEO Compensation: A Time-Series Analysis of Large Canadian Corporations. **Journal of Management**, v. 35, n. 1, p. 5-36, 2009.

CHUNG, K. H; PRUITT, S. W. A Simple Approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CHURCHILL, R. A Paradigm for Developing Better Measures for Marketing Constructs. **Journal of Marketing Research**, v. 16, n. 1, p.53-64, February 1979.

CIOFFI, J. W. Governing globalization? The state, law, and structural change in corporate governance. **Journal of Law and Society**, v. 27, n. 4, p. 572-600, 2000.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COFFEE, J. C. A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 21, n. 2, p. 198-211, 2005.

COHEN, A. C. **Deviance and Control**. New Jersey: Prentice-Hall, 1966.

COHEN, B. D.; DEAN, T. J. Information Asymmetry and Investor Valuation of IPOs: Top Management Team Legitimacy as a Capital Market Signal. **Strategic Management Journal**, v. 26, n. 7, p. 683-690, 2005.

COHEN, I. Teoria da Estruturação e Práxis Social. In: GIDDENS, A.; TURNER, J. (Org.). **Teoria Social Hoje**. São Paulo: Unesp, 1999. p. 393-446.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. **Financial Theory and Corporate Policy**. 3. ed. Massachusetts: Addison-Wesley, 1992.

CRUBELLATE, J. M.; PASCUCI, L.; GRAVE, P. S. Contribuições para uma Visão Baseada em Recursos Legítimos. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 4, p. 8-19, Out./Dez. 2008.

CUERVO, A. Corporate Governance Mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. **Corporate Governance**, v. 10, n. 2, p. 97-107, 2002.

DACIN, M. T.; OLIVER, C.; ROY, J. The Legitimacy of Strategic Alliances: an Institutional Perspective. **Strategic Management Journal**, v. 28, n. 2, p. 169-187, 2007.

DAVIS, G. F. New Directions in Corporate Governance. **Annual Review of Sociology**, v. 31, p. 143-162, 2005.

DAVIS, G. F.; GREVE, H. R. Corporate Elite Networks and Governance Changes in 1980s. **American Journal of Sociology**, v. 103, n. 1, p. 1-37, 1997.

DAVIS, G. F.; MIZRUCHI, M. S. The Money Center Cannot Hold: Commercial Banks in the U.S. System of Corporate Governance. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, n. 2, p. 215-239, 1999.

DAVIS, G. F.; ZALD, M. N. Social Change, Social Theory, and the Convergence of Movements and Organizations. In: DAVIS, G. F.; McADAM, D.; SCOTT, W. R.; ZALD, M. N. (Eds.). **Social Movements and Organization Theory**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005. p. 335-350.

DECKER, C. **Legitimacy Needs as Drivers of Business Exit**. Germany: Gabler, 2008.

DEEDS, D. L.; MANG, P. Y.; FRANDSEN, M. L. The Influence of Firms and Industries Legitimacy on the Flow of Capital into High-Technology Ventures. **Strategic Organization**, v. 2, n. 1, p. 9-34, 2004.

DEEPHOUSE, D. L. Does isomorphism legitimate? **Academy of Management Journal**, v. 39, n. 4, p. 1024-1039, Aug. 1996.

DEEPHOUSE, D. L. Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories. **Journal of Management**, v. 26, n. 6, p. 1091-1112, 2000.

DEEPHOUSE, D. L.; CARTER, S. M. An Examination of Differences Between Organizational Legitimacy and Organizational Reputation. **Journal of Management Studies**, v. 42, n. 2, p. 329-360, March 2005.

DEEPHOUSE, D. L.; SUCHMAN, M. Legitimacy in Organizational Institutionalism. In: GREENWOOD, R.; OLIVER, C.; SAHLIN-ANDERSSON, K.; SUDDABY, R. (Eds.). **The Sage Handbook of Organizational Institutionalism**. London: Sage, 2008. p. 49-77.

DELLA FAVE, L. R. The Meek Shall Not Inherit the Earth: Self-Evaluation and the Legitimacy of Stratification. **American Sociological Review**, v. 45, n. 6, p. 955-971, Dec. 1980.

DELLAGNELO, E. L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Novas Formas Organizacionais: Onde se Encontram as Evidências Empíricas de Ruptura com o Modelo Burocrático de Organizações? **Organizações & Sociedade**, v. 7, n. 19, p. 19-33, Set./Dez. 2000.

DE NOOY, W.; MRVAR, A.; BATAGELJ, VI. **Exploratory Social Network Analysis with Pajek**. New York: Cambridge University Press, 2005.

DIMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. Introduction. In: POWELL, W. W.; DIMAGGIO, P. J. (Eds.) **The New Institutionalism in Organizational Analysis**. Chicago: University of Chicago Press, 1991. p. 1-38.

DIMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, v. 48, n. 2, p. 147-60, April 1983.

DORNBUSCH, S. M.; SCOTT, W. R. **Evaluation and The Exercise of Authority**. San Francisco: Jossey-Bass Publishers, 1975.



DOWLING, J.; PFEFFER, J. Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior. **Pacific Sociological Review**, v. 18, n. 1, p. 122-136, 1975.

DURAN, P. Legitimidade. In: BOUDON, R.; BESNARD, P.; CHERKAoui, M.; LÉCUYER, B. P. **Dicionário de Sociologia**. Lisboa: Publicações Dom Quixote, 1990. p. 143-145.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: an Assessment and Review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

ENRIONE, A.; MAZZA, C.; ZERBONI, F. Institutionalizing Codes of Governance. **American Behavioral Scientist**, v. 49, n. 7, p. 961-973, 2006.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-327, 1983.

FAORO, R. A Viagem Redonda: do patrimonialismo ao estamento. In: FAORO, R. **Os Donos do Poder: formação do patronato político brasileiro**. 3. ed. rev. São Paulo: Globo, 2001. p. 819-838.

FIELD, A. **Descobrendo a Estatística usando o SPSS**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

FISS, P. C. Institutions and Corporate Governance. In: GREENWOOD, R.; OLIVER, C.; SAHLIN-ANDERSSON, K.; SUDDABY, R. (Eds.). **The Sage Handbook of Organizational Institutionalism**. London: Sage, 2008. p. 389-410.

FLIGSTEIN, N.; CHOO, J. Law and Corporate Governance. **Annual Review of Law and Social Science**, v. 1, p. 61-84, 2005.

FLIGSTEIN, N.; FREELAND, R. Theoretical and Comparative Perspectives on Corporate Organization. **Annual Review of Sociology**, v. 21, p. 21-43, 1995.

FLIGSTEIN, N.; DAUTER, L. The Sociology of Markets. **Annual Review of Sociology**, v. 33, p. 105-128, 2007.

FOMBRUN, C.; SHANLEY, M. What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy. **Academy of Management Journal**, v. 33, n. 2, p. 233-258, Jun. 1990.

FREEMAN, R. E. **Strategic Management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.

FREITAS, C. A. S.; GUIMARÃES, T. A. Isomorphism, Institutionalization and Legitimacy: Operational Auditing at the Court of Auditors. **Brazilian Administration Review**, v. 4, n. 1, art. 3, p. 35-50, Jan./April 2007.

GALASKIEWICZ, J. Interorganizational Relations. **Annual Review of Sociology**, v. 11, p. 281-304, 1985.

GIDDENS, A. **A Constituição da Sociedade**. São Paulo: Martins Fontes, 1989.

GIDDENS, A. **Central Problems in Social Theory**: Action, Structure and Contradiction in Social Analysis. Berkeley: University of California Press, 1979.

GIDDENS, A. Funcionalismo: Após La Lutte. In: GIDDENS, A. **Em Defesa da Sociologia**. São Paulo: Unesp, 2000. p. 115-159.

GIDDENS, A. **Novas Regras do Método Sociológico**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978.

GLASSMAN, R. B. Persistence and Loose Coupling in Living Systems. **Behavioral Science**, v. 18, n. 2, p. 83-98, 1973.

GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 309-326, 2004.

GRAFSTEIN, R. The Failure of Weber's Conception of Legitimacy: Its Causes and Implications. **Journal of Politics**, v. 43, n. 2, p. 456-472, 1981.

GRAMSCI, A. **Selections from The Prison Notebooks**. Southampton: Lawrence and Wishart, 1971.

GRANOVETTER, M. S. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. **American Journal of Sociology**, v. 91, n. 3, p. 481-510, 1985.

GRANOVETTER, M. S. The Strength of Weak Ties. **American Journal of Sociology**, v. 78, n. 6, p. 1361-1380, 1973.

GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. 4. ed. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 2000.

GREENWOOD, R.; SUDDABY, R.; HININGS, C. R. Theorizing change: The role of professional associations in the transformation of institutionalized fields. **Academy of Management Journal**, v. 45, n. 1, p. 58-80, 2002.

GRÜN, R. Atores e Ações na Construção da Governança Corporativa Brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18, n. 52, p. 139-161, 2003.

GULATI, R.; WESTPHAL, J. D. Cooperative or controlling? The effects of CEO-board relations and the content of interlocks on the formation of joint ventures. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, n. 3, p. 473-506, 1999.

GUILLÉN, M. F. Corporate governance and globalization: is there convergence across countries? **Advances in Comparative International Management**, v. 13, n. 2, p. 175-204, 2000.

GULER, I.; GUILLÉN, M. F.; MCPHERSON, J. M. Global Competition, Institutions, and the Diffusion of Organizational Practices: The International Spread of ISO 9000 Quality Certificates. **Administrative Science Quarterly**, v. 47, n. 2, p. 207-232, 2002.

HABERMAS, J. **A Crise de Legitimação no Capitalismo Tardio**. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1980.

HALLQVIST, B. Código das Melhores Práticas de governança Corporativa – O Conselho de Administração. **Revista de Administração da USP**, v. 35, n. 2, p. 72-76, 2000.

HANIFFA, R. M.; COOKE, T. E. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. **Abacus**, v. 38, n. 3, p. 317-349, 2002.

HANNAN, M. T.; CARROL, G. R. **Dynamics of Organizational Populations: Density, Legitimation, and Competition**. New York: Oxford University Press, 1992.

HANNAN, M. T.; FREEMAN, J. **Organizational Ecology**. Cambridge: Harvard University Press, 1989.

HANNEMAN, R. A.; RIDDLE, M. **Introduction to Social Network Methods**. Riverside: University of California, 2005.

HENISZ, W. J. ZELNER, B. A. Legitimacy, Interest Group Pressures and Change in Emergent Institutions: The Case of Foreign Investors and Host Country Governments. **Academy of Management Review**, v. 30, n. 2, p. 361-382, 2005.

HIGGINS, M. C.; GULATI, R. Getting Off to a Good Start - The Effects of Upper Echelon Affiliations on Underwriter Prestige. **Organization Science**, v. 14, n. 3, p. 244-263, May-June 2003.

HIGGINS, M. C.; GULATI, R. Stacking The Deck: The Effects of top Management Backgrounds on Investor Decisions. **Strategic Management Journal**, v. 27, n.1, p. 1-25, 2006.

HILL, J. Regulatory Responses to Global Corporate Scandals. **Wisconsin International Law Journal**, v. 23, n. 3, p. 367-416, 2005.

HUNT, C. S.; ALDRICH, H. E. Why even Rodney Dangerfield has a home page: Legitimizing the world wide web as a medium for commercial endeavors. In: Academy of Management Annual Meeting, 1996, Cincinnati. **Anais...**, Cincinnati: Academy of Management, 1996.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Uma Década de Governança Corporativa: História do IBGC, marcos e lições da experiência**. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance/Saraiva, 2006.

JENSEN, M. The Use of Relational Discrimination to Manage Market Entry: When Do Social Status and Structural Holes Work Against You? **Academy of Management Journal**, v. 51, n. 4, p. 723-743, 2008

JENSEN, M. C. Value Maximization, Stakeholder Theory, and The Corporate objective Function. **Journal of Applied Corporate Governance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JEPPERSON, R. L. Institutions, institutional effects, and institutionalism. In: POWELL, W. W.; DIMAGGIO, P. J. (Eds.). **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago: The University of Chicago Press, 1991. p. 143-163.

JOHNSON, C. Introduction: Legitimacy Processes in Organizations. In: JOHNSON, C. **Legitimacy Processes in Organizations**. Greenwich: JAI Press, 2004. p. 01-24. (Research in The Sociology of Organizations, v. 22).

JOHNSON, C. Legitimacy as Social Process. **Annual Review of Sociology**, v. 32, p. 53-78, 2006.

JONES, T. M. GOLDBERG, L. D. Governing the Large Corporation: More Arguments for Public Directors. **Academy of Management Review**, v. 7, n. 4, p. 603-611, Oct. 1982.

JOST, J. T.; BURGESS, D.; MOSSO, C. O. Conflicts of Legitimation among Self, Group, and System: The Integrative Potential of System Justification Theory. In: JOST, J. T.; MAJOR, B. **The Psychology of Legitimacy**. New York: Cambridge University Press, 2001. p. 363-388.

KALBERG, S. Max Weber's Types of Rationality: Cornerstones for the Analysis of Rationalization Process in History. **American Journal of Sociology**, v. 85, n. 5, p. 1145-1179, 1980.

KELMAN, H. C. Reflection on Social and Psychological Processes of Legitimization and Delegitimization. In: JOST, J. T.; MAJOR, B. **The Psychology of Legitimacy**. New York: Cambridge University Press, 2001. p. 54-73.

KEOHANE, R. O.; NYE, J. S. **Power and Interdependence**. Boston: Little, Brown & Company, 1977.

KIM, Y. Board network characteristics and firm performance in Korea. **Corporate Governance**, v. 13, n. 6, p. 800-808, 2005.

KIRSCHBAUM, C.; VASCONCELOS, F. C. Tropicália: Manobras Estratégicas em Redes de Músicos. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 10-26, Jul./Set. 2007.

LA BOÉTIE, E. **Discurso sobre a Servidão Voluntária**. Ribeirão Preto: RT, 1575/2009.

LABIANCA, G.; BRASS, D. J. Exploring The Social Ledger: Negative Relationships and Negative Asymmetry in Social Networks in Organizations. **Academy of Management Review**, v. 31, n. 3, p. 596-614, 2006.

LAKATOS, I. **Falsificação e Metodologia dos Programas de Investigação Científica**. Lisboa: Edições 70, 1978.

- LAMEIRA, V. J.; NESS JUNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. V. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 42, n. 1, p. 64-73, jan./mar. 2007.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the World. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-28, 2000.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 5, p. 1113-1155, Oct. 1998.
- LAWRENCE, T. B.; WINN, M. I.; JENNINGS, P. D. The Temporal Dynamics of Institutionalization. **Academy of Management Review**, v. 26, n. 4, p. 624-644, 2001.
- LEAL, R. P. C. Governance Practices and Corporate Value: a Recent Literature Survey. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.
- LEVI, L. Legitimidade. In: BOBBIO, N.; MATTEUCCI, N.; PASQUINO, G. **Dicionário de Política**. vol. 2. 12. ed. Brasília: UNB, 2002. p. 675-679.
- LEVINE, R. Law, finance, and economic growth. **Journal of Financial Intermediation**, v. 8, n. 1-2, p. 8-35, 1999.
- LIGHTSTONE, K.; DRISCOLL, C. Disclosing Elements of Disclosure: A Test of Legitimacy Theory and Company Ethics. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 25, n. 1, p. 7-21, 2008.
- LIN, N. **Social Capital: A theory of social structure and action**. Cambridge: Cambridge University Press, 2001.
- LIPSET, S. M. Some Social Requisites of Democracy: Economic Development and Political Legitimacy. **American Political Science Review**, v. 53, n. 1, p. 69-105, Mar. 1959.
- LOCKE, J. **Dois Tratados sobre o Governo**. 3. ed. São Paulo: Martins Fontes, 1690/2005.
- LOUNSBURY, M. A Tale of Two Cities: Competing Logics and Practice Variation in The Professionalizing of Mutual Funds. **Academy of Management Journal**, v. 50, n. 2, p. 289-307, 2007.
- LOVE, E. G.; KRAATZ, M. Character, Conformity, or The Bottom Line? How and Why Downsizing Affected Corporate Reputation. **Academy of Management Journal**, v. 52, n. 2, p. 314-335, 2009.
- MACHADO-DA-SILVA, C. L.; FONSECA, V. S. Competitividade organizacional: uma tentativa de reconstrução analítica. **Organizações & Sociedade**, v. 4, n. 7, p. 97-114, 1996b.
- MACHADO-DA-SILVA, C. L.; FONSECA, V. S. Patterns of meaning: institutionalization and circumstances. In: PALMER, G.; CLEGG, S. R. (Eds.). **Constituting management: markets, meanings, and identities**. Berlin: De Gruyter, 1996a, p. 139-153.

MACHADO-DA-SILVA, C. L.; FONSECA, V. S.; CRUBELLATE, J. M. Unlocking the Institutionalization Process: Insights for an Institutionalizing Approach. **Brazilian Administration Review**, v. 2, n. 1, art. 1, p. 01-20, Jan./June 2005.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua Relação com a Volatividade das Ações da Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, Edição Comemorativa, p. 65-79, 2006.

MALLIN, C. Editorial: Institutional Investors and the Growth of Global Influence. **Corporate Governance**, v. 10, n. 2, p. 67-68, 2002.

MAQUIAVEL, N. **Discursos sobre a Primeira Década de Tito Lívio**. São Paulo: Martins Fontes, 1517/2007.

MAQUIAVEL, N. **O Príncipe**. São Paulo: Martin Claret, 1532/2002.

MARX, K. ENGELS, F. **A Ideologia Alemã**. São Paulo: Martin Claret, 1845-1847/2004.

MASSEY, K.; FREEMAN, S.; ZELDITCH, M. Status, Power, and Accounts. **Social Psychology Quarterly**, v. 60, n. 3, p. 238-251, 1997.

McCARTHY, J. D.; ZALT, M. N. Resource Mobilization and Social Movements: A Partial Theory. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 6, p. 1212-1241, 1977.

MENDES-DA-SILVA, W.; FERRAZ-ANDRADE, J. M.; FAMÁ, R.; MALUF FILHO, J. A. Disclosure Via Website Corporativo: um Exame de Informações Financeiras de Governança no Mercado Brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 190-205, abr./jun. 2009.

MENDES-DA-SILVA, W.; MAGALHÃES FILHO, P. A. O. Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na internet. **RAE-Eletrônica**, v. 4, n. 2, p. 1-23, 2005.

MENDES-DA-SILVA, W.; ROSSONI, L.; MARTIN, D. L.; MARTELANC, R. A Influência das Redes de Relações Corporativas no Desempenho das Empresas do Novo Mercado da BOVESPA. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 337-358, 2008.

MEYER, J. W.; BOLI, J.; THOMAS, G. M.; RAMIREZ, F. O. World Society and the Nation-State. **American Journal of Sociology**, v. 103, n. 1, p. 144-181, 1997.

MEYER, J. W.; ROWAN, B. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 2, p. 340-363, 1977.

MEYER, J. W.; SCOTT, W. R. Centralization and The Legitimacy Problems of Local Government. In: MEYER, J. W.; SCOTT, W. R. **Organizational Environments: Ritual and Rationality**. Beverly Hills: Sage, 1983, p. 199-215.

MEYER, M. Measuring Performance in Economic Organizations. In: SMELSER, N. J.; SWEDBERG, R. **The Handbook of Economic Sociology**. New Jersey: Russel Sage Foundation/Princeton University Press, 1994. p. 556-578.

MEZIAS, S. J. An institutional Model of Organizational Practice: Financial Reporting at the Fortune 200. **Administrative Science Quarterly**, v. 35, n. 3, p. 431-457, 1990.

MEZIAS, S. J. Using Institutional Theory to Understand For-Profit Sectors: The Case of Financial Reporting Standards. In: SCOTT, W. R.; CHRISTENSEN, S. **The Institutional Construction of Organizations**. Thousand Oaks: Sage, 1995. p. 164-196.

MEZIAS, S. J.; SCARSELLETTA, M. Resolving Financial Reporting Problems: An Institutional Analysis of the Process. **Administrative Science Quarterly**, v. 39, n. 4, p. 654-678, 1994.

MILLS, C. W. Situated Actions and Vocabularies of Motive. **American Sociological Review**, v. 5, n. 6, p. 904-913, 1940.

MIZRUCHI, M. S. What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. **Annual Review of Sociology**, v. 22, p. 271-298, 1996.

MONKS, R.; MINOW, N. **Corporate Governance**. Cambridge: Basil Blackwell, 2004.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1/2, p. 293-315, 1988.

MURPHY, K. J. Explaining Executive Compensations: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options. **University of Chicago Law Review**, v. 69, n. 3, p. 847-869, 2002.

NEE, V.; SWEDBERG, R. Economic Sociology and New Institutional Economics. In: MÉNARD, C.; SHIRLEY, M. M. **Handbook of New Institutional Economics**. Netherlands: Springer, 2005. p. 789-818.

NETEMEYER, R. G.; BEARDEN, W. O.; SHARMA, S. **Scaling Procedures: Issues and Applications**. Thousand Oaks: Sage, 2003.

NORTH, D. C. **Institutions, Institutional Change, and Economic Performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

OLIVER, A. L. Strategic Alliances and the Learning Life-cycle of Biotechnology Firms. **Organization Studies**, v. 22, n. 3, p. 467-489, 2001.

OLIVER, C. Strategic Responses to Institutional Processes. **Academy of Management Review**, v. 16, n. 1, p. 145-179, 1991.

OLIVER, C. The antecedents of deinstitutionalization. **Organization Studies**, v. 13, n. 4, p. 563-588, 1992.

OLSEN, W.; MORGAN, J. A Critical Epistemology of Analytical Statistics: Addressing the Sceptical Realist. **Journal for the Theory of Social Behaviour**, v. 35, n. 3, p. 255-284, 2005.

OLSON, J. M.; HAFER, C. L. Tolerance of Personal Deprivation. In: JOST, J. T.; MAJOR, B. **The Psychology of Legitimacy**. New York: Cambridge University Press, 2001. p. 157-175.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD, 2004.

OUTHWAITE, W. Legitimacy. In: OUTHWAITE, W. **The Blackwell Dictionary of Modern Social Thought**. 2. ed. Malden: Blackwell Publishing, 2006. p. 341.

OUTHWAITE, W. Legitimidade. In: OUTHWAITE, W.; BOTTOMORE, T. **Dicionário do Pensamento Social do Século XX**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editores, 1996. p. 413-414.

PARSONS, T. Suggestions for a Sociological Approach to the Theory of Organizations-I. **Administrative Science Quarterly**, v. 1, n. 1, p. 63-85, Jun. 1956.

PARSONS, T. **Structure and Process in Modern Societies**. Glencoe: Free Press, 1960.

PARSONS, T. **The System of Modern Societies**. New Jersey: Prentice-Hall, 1971.

PASTOR; L. STAMBAUGH, R. Liquidity Risk and Expected Stock Returns. **Journal of Political Economy**, v. 111, n. 3, p. 642-685, 2003.

PETERSEN, T.; KOPUT, K. W. Density Dependence in Organizational Mortality: Legitimacy or Unobserved Heterogeneity? **American Sociological Review**, v. 56, n. 3, p. 399-409, 1991.

PFEFFER, J.; SALANCIK. **The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective**. New York: Harper & Row, 1978.

PLATÃO. **República**. São Paulo: Martin Claret, 390 A. C./2000.

POLLOCK, T. G.; RINDOVA, V. P. Media Legitimation Effects in The Market for Initial Public Offerings. **Academy of Management Journal**, v. 46, n. 5, p. 631-642, 2003.

POUND, J. The Promise of the Governed Corporation. **Harvard Business Review**, v. 73, n. 2, p. 89-98, 1995.

PREACHER, K. J.; RUCKER, D. D.; HAYES, A. F. Addressing Moderated Mediation Hypotheses: Theory, Methods, and Prescriptions. **Multivariate Behavioral Research**, v. 42, n. 1, p. 185-227, 2007.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

QUEIROZ, M. A. L.; VASCONCELOS, F. C.; GOLDSZMIDT, R. G. B. Economic Rents and Legitimacy: Incorporating Elements of Organizational Analysis Institutional Theory to the Field of Business Strategy. **Brazilian Administration Review**, v. 4, n. 1, art. 4, p. 51-65, Jan./April 2007.

QUINTANEIRO, T.; OLIVEIRA, M. G. M. **Labirintos Simétricos**: Introdução a Teoria Sociológica de Talcott Parsons. Belo Horizonte: UFMG, 2002.

RAO, H. The Social Construction of Reputation: Certification Contests, Legitimation, and The Survival of Organizations in The American Automobile Industry. **Strategic Management Journal**, v. 15, Special Issue, p. 29-44, Winter 1994.



RIBEIRO NETO, R. M. FAMÁ, R. Uma Alternativa de Crescimento para o mercado de Capitais Brasileiro – O Novo Mercado. **Revista de Administração da USP**, v. 37, n. 1, p. 29-38, 2002.

RIDGEWAY, C. L.; BERGER, J. Expectations, Legitimation, and Dominance Behavior in Task Groups. **American Sociological Review**, v. 51, n. 5, p. 603-617, October 1986.

RINDOVA, V. P.; PETKOVA, A. P.; KOTHA, S. Standing out: how new firms in emerging markets build reputation. **Strategic Organization**, v. 5, n. 1, p. 31-70, 2007.

RINDOVA, V. P.; POLLOCK, T. G.; HAYWARD, M. L. A. Celebrity firms: The social Construction of Market Popularity. **Academy of Management Review**, v. 31, n. 1, p. 1-22, 2006.

RINDOVA, V. P.; WILLIAMSON, I. O.; PETKOVA, A. P.; SEVER, J. M. Being Good or Being Known: an Empirical Examination of the Dimensions, Antecedents, and Consequences of Organizational Reputation. **Academy of Management Journal**, v. 48, n. 6, p. 1033-1049, 2005.

ROBERTS, P. W.; DOWLING, G. R. Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 12, p. 1077-1093, 2002.

ROE, M. J. The Institutions of Corporate Governance. In: MÉNARD, C.; SHIRLEY, M. M. **Handbook of New Institutional Economics**. Netherlands: Springer, 2005. p. 371-399.

ROESCH, S. M. A. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSSONI, L.; CRUBELLATE, J. M. A influência dos Recursos, Contexto de Referência e Legitimidade na Diferenciação da Cultura Organizacional: Indícios de Emersão Institucional. In: EnANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...**, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

ROSSONI, L.; GUARIDO FILHO, E. R. Pressupostos Ontológicos e Epistemológicos da Perspectiva Multiparadigmática da Análise Institucional em Organizações: Implicações Metodológicas. In: EnANPAD, 33, 2009, São Paulo. **Anais...**, Rio de Janeiro: ANPAD, 2009.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Análise Institucional da Construção do Conhecimento Científico em Mundos Pequenos. **FACES Revista de Administração**, v. 7, n. 1, p. 25-43, Jan./Mar. 2008.

ROSSONI, L.; MARIETTO, M. L.; SILVA, W. M. O Efeito do Posicionamento no Sistema Econômico Mundial sobre o Desenvolvimento Econômico e Social: Uma Abordagem Relacional sobre Serviços. In: EnANPAD, 33, 2009, São Paulo. **Anais...**, Rio de Janeiro: ANPAD, 2009.

ROSSONI, L.; TEIXEIRA, R. M. A interação dos relacionamentos com os recursos e a legitimidade no processo de criação de uma organização social. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 6, n. 4, p. 1-19, 2008.

ROUSSEAU, F. O. **Do Contrato Social**. São Paulo: Martin Claret, 1762/2000.

RUEF, M.; SCOTT, W. R. A Multidimensional Model of Organizational Legitimacy: Hospital Survival in Changing Institutional Environments. **Administrative Science Quarterly**, v. 43, n. 4, p. 877-904, 1998.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, Abr./Jun. 2008.

SANDERS, W. G.; TUSCHKETHE, A. Adoption of Institutionally Contested Organizational Practices: The Emergence of Stock Option Pay in Germany. **Academy of Management Journal**, v. 50, n. 1, p. 33-56, 2007.

SCHNEPER, W. D.; GUILLÉN, M. F. Stakeholder Rights and Corporate Governance: a Cross-national Study of Hostile Takeovers. **Administrative Science Quarterly**, v. 49, n. 2, p. 263-295, 2004.

SCHUTZ, A. **Fenomenologia e Relações Sociais**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1979.

SCOTT, M. B.; LYMAN, S. M. Accounts. **American Sociological Review**, v. 33, n. 1, p. 46-62, 1968.

SCOTT, W. R. Institutional Carriers: review models of transporting ideas over time and space and considering their consequences. **Industrial and Corporate Change**, v. 12, n. 4, p. 879-894, 2003.

SCOTT, W. R. **Institutions and Organizations**. Thousand Oaks: Sage, 1995.

SCOTT, W. R. **Institutions and Organizations: Ideas and Interests**. 3. ed. Thousand Oaks: Sage, 2008.

SCOTT, W. R. Institutions and Organizations: Toward a Theoretical Synthesis. In: SCOTT, W. R.; MEYER, J. W. **Institutional Environments and Organizations: Structural Complexity and Individualism**. Thousand Oaks: Sage, 1994. p. 55-80.

SCOTT, W. R.; RUEF, M.; MENDEL, P. J.; CARONNA, C. A. **Institutional Change and Healthcare Organizations: From Professional Dominance to Managed Care**. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

SELZNICK, P. **A Liderança na Administração: uma interpretação sociológica**. Rio de Janeiro: FGV, 1971.

SEWELL, W. H. Historical events as transformations of structures: Inventing revolution at the Bastille. **Theory & Society**, v. 25, n. 6, p. 841-881, Dec. 1996.

SEWELL, W. H. A Theory of Structure: Duality, Agency, and Transformation. **American Journal of Sociology**, v. 98, n. 1, p. 1-29, July 1992.

SHAVER, J. M. Interpreting Empirical Results in Strategy and Management Research. In: KETCHEN, D. J.; BERGH, D. D. **Research Methodology in Strategy and Management**. v. 4. Netherlands: Elsevier, 2007. p. 273-293.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILBEY, S. Legitimacy. In: TURNER, B. S. **The Cambridge Dictionary of Sociology**. New York: Cambridge University Press, 2006. p. 332.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade**: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras, **REAd Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 1-29, set./dez. 2008.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. FAMÁ, R. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L. A Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração da USP**, v. 44, n. 3, p. 173-189, jul./set. 2009.

SILVEIRA, A. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, Jul./Set. 2008.

SIMMEL, G. **The Sociology of Georg Simmel**. New York: Free Press, 1950.

SIMON, H. A. **Comportamento Administrativo**. Rio de Janeiro: FGV, 1979.

SINGH, J. V.; TUCKER, D. J.; HOUSE, R. J. Organizational legitimacy and the liability of newness. **Administrative Science Quarterly**, v. 31, n. 2, p. 171-193, June 1986.

SOREL, G. **Reflexões sobre a Violência**, Petrópolis: Vozes, 1906/1993.

STANFIELD, J. R.; CARROL, M. C. Governance and The Legitimacy of Corporate Power: A Path for Convergence of Heterodox Economic? **Journal of Economic Issues**, v. 38, n. 2, p. 363-370, 2004.

STRANG, D. SOULE, S. A. Diffusion in Organizations and Social Movements: From Hybrid Corn to Poison Pills. **Annual Review of Sociology**, v. 24, p. 265-290, 1998.

STRANG, D.; MACY, M. M. In Search of Excellence: Fads, Success Stories, and Adaptive Emulation. **American Journal of Sociology**, v. 107, n. 1, 147-182, 2001.

STRYKER, R. Rules, Resources, and Legitimacy Processes: Some Implications for Social Conflict, Order, and Change. **American Journal of Sociology**, v. 99, n. 4, p. 847-910, Jan. 1994.

SUCHMAN, M. C. Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 3, p. 571-610, 1995.

SUDDABY, R.; GREENWOOD, R. Rhetorical Strategies of Legitimacy. **Administrative Science Quarterly**, v. 50, n. 1, p. 35-67, March 2005.

TEMPEL, A; WALGENBACK, P. Global Standardization of Organizational Forms and Management Practices? What New Institutionalism and the Business-Systems Approach Can Learn from Each Other. **Journal of Management Studies**, v. 44, n. 1, p. 1-24, 2007.

THOMPSON, J. **Organizations in Action**. New York: McGraw Hill, 1967.

TOLBERT, P. S.; ZUCKER, L. Institutional sources of change in the formal structure of organizations: the diffusion of civil service reform, 1880-1935. **Administrative Science Quarterly**, v. 28, n. 1, p. 22-39, 1983.

TUCÍDIDES. **História da Guerra do Peloponeso**. Lisboa: Silabo, 423 A.C./2008.

TYLER, T. R. A Psychological Perspective on the Legitimacy of Institutions and Authorities. In: JOST, J. T.; MAJOR, B. **The Psychology of Legitimacy**. New York: Cambridge University Press, 2001. p. 416-436.

WADE, J. B.; PORAC, J. F.; POLLOCK, T. G.; GRAFFIN, S. D. The Burden of Celebrity: The Impact of Ceo Cortication Contests on Ceo Pay and Performance. **Academy of Management Journal**, v. 49, n. 4, p. 643-660, 2006.

WALKER, H. A. Beyond Power and Domination: Legitimacy and Formal Organizations. In: JOHNSON, C. **Legitimacy Processes in Organizations**. Greenwich: JAI Press, 2004. p. 239-271. (Research in The Sociology of Organizations, v. 22).

WASSERMAN, S.; FAUST, K. **Social Network Analysis: Methods and Applications**. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.

WATTS, D. J. **Small Worlds: the dynamics of networks between order and randomness**. Princeton: Princeton University Press, 1999.

WATTS, D. J.; STROGATZ, S. H. Collective Dynamics of “Small-World” Networks. **Nature**, v. 393, p. 440-442, June 1998.

WAYMIRE, G. Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 268-295, 1985.

WEBER, M. **Economia e Sociedade**. vol. 1. 5. ed. Brasília: UNB, 1991.

WEBER, M. **The Theory of Social and Economic Organization**. New York: Free Press, 1947.

WEICK, K. E. Educational Organizations as Loosely Coupled Systems. **Administrative Science Quarterly**, v. 21, n. 1, p. 1-19, 1976.

WESTPHAL, J. D.; ZAJAC, E. J. The Symbolic Management of Stockholders: Corporate Governance Reforms and Shareholder Reactions. **Administrative Science Quarterly**, v. 43, n. 1, p. 127-153, 1998.

WHETTEN, D. A. What Constitutes a Theoretical Contribution? **Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 490-495, Oct. 1989.

- WHITLEY, R. Dominant forms of economic organization in market economies. **Organization Studies**, v. 15, n. 2, p. 153-182, 1994.
- WILLIAMS, E. E.; FINDLAY, M. C. Corporate Governance: a Problem of Hierarchies and Self Interest. **American Journal of Economics and Sociology**, v. 43, n. 1, p. 19-36, 1984.
- WILLIAMSON, O. E. **Markets and Hierarchies**. New York: Free Press, 1975.
- WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism**. New York: Free Press, 1985.
- WILLIAMSON, O. E. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996.
- WILLIAMSON, O. E. Transaction Cost Economics and Organization Theory. In: SMELSER, N. J.; SWEDBERG, R. **The Handbook of Economic Sociology**. New Jersey: Russel Sage Foundation/Princeton University Press, 1994. p. 77-107.
- YOUNTS, C. W. Status, Endorsement and the Legitimacy of Deviance. **Social Forces**, v. 87, n. 1, p. 561-590, 2008.
- ZHANG, Y.; WIERSEMA, M. F. Stock Market Reaction to CEO Certification: The Signaling Role of CEO Background. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 7, p. 693-710, 2009.
- ZATTONI, A.; CUOMO, F. Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives. **Corporate Governance**, v. 16, n. 1, p. 1-15, 2008.
- ZELDITCH, M. Institutional Effects on The Stability of Organizational Authority. In: JOHNSON, C. **Legitimacy Processes in Organizations**. Greenwich: JAI Press, 2004. p. 239-271. (Research in The Sociology of Organizations, v. 22).
- ZELDITCH, M. Theories of Legitimacy. In: JOST, J. T.; MAJOR, B. **The Psychology of Legitimacy**. New York: Cambridge University Press, 2001. p. 33-54.
- ZELDITCH, M.; WALKER, H. A. The Legitimacy of Regimes. In: THYE, S. R.; SKVORETZ, J. **Power and Status**. Greenwich: JAI Press, 2003. p. 217-249. (Advances in Group Processes, v. 20).
- ZIMMERMAN, M. A.; ZEITZ, G. J. Beyond Survival: Achieving New Venture Growth By Building Legitimacy. **Academy of Management Review**, v. 27, n. 3. p. 414-431, 2002.
- ZUCKER, L. G. Combining Institutional Theory and Population Ecology: No Legitimacy, No History. **American Sociological Review**, v. 54, n. 4, p. 542-545, Aug. 1989.
- ZUCKER, L. G. Institutional Theories of Organization. **Annual Review of Sociology**, v. 13, p. 443-464, 1987.
- ZUCKER, L. G. The Role of Institutionalization in Cultural Persistence. **American Sociological Review**, v. 42, n. 5, p. 726-743, 1977.
- ZUCKERMAN, E. W. Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and De-diversification. **Administrative Science Quarterly**, v. 45, n. 3, p. 591-619, Sep. 2000.

ZUCKERMAN, E. W. Structural Incoherence and Stock Market Activity. **American Sociological Review**, v. 69, n. 3, p. 405-432, June 2004.

ZUCKERMAN, E. W. The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount. **American Journal of Sociology**, v. 104, n. 5, p. 1398-1438, 1999.

# **APÊNDICE A – Organizações Avaliadas no Estudo**

<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Abyara	Construção	2006		2006			2
Ac Guarani	Alimentos e Beb	2007		2007			1
Aes Dist Gaucha Energia	Energia Elétrica	1997					6
Aes Elpa	Energia Elétrica	2002					6
Aes Tiete	Energia Elétrica	1999					6
Aetatis Securitizadora	Fundos	1998					6
Afluenta G&T Energia	Energia Elétrica	2005					3
Agra Emp Imob	Construção	2006		2007			2
Alfa Holding	Outros	1977					6
Aliperti	Siderur & Metalur	1986					5
ALL	Transporte Serviç	1998			2004		6
Altere Securit	Fundos	1998					5
Altona	Siderur & Metalur	1950					6
Amazonia Cel	Telecomunicações	1998	1998				6
Ambev	Alimentos e Beb	1998	1996				6
American Banknote	Outros	2005		2006			3
Americanas	Comércio	1977					5
Americel	Telecomunicações	1997					6
Amil Part	Outros	2006		2007			2
Ampla Energia Sv	Energia Elétrica	1969					6
Ampla Invest Sv	Energia Elétrica	2005					3
Andrade Gutierrez Conc	Transporte Serviç	2002					6
Anglo Ferrous Brazil	Mineração	2006					1
Anhanguera Educ Part	Outros	2001			2007		5
Aracruz	Papel e Celulose	1980	1992			2002	6
Arteb	Veiculos e peças	1996					6
Arthur Lange Ind Com	Outros	1977					6
Azevedo e Travassos	Construção	1984					5
B2W	Comércio	2006		2007			2
Bahema	Outros	1974					6
Bandeirante Energia	Energia Elétrica	1998					6
Banese	Finanças e Seguros	1977					6
Banestes	Finanças e Seguros	1977					6
Banpara	Finanças e Seguros	1977					5
Bardella	Máquinas Indust	1969					5
Battistella	Comércio	1996					6
Baumer	Outros	1970					6
Bco ABC	Finanças e Seguros	2006			2007		2
Bco Alfa Invest	Finanças e Seguros	1977					6
Bco Amazonia	Finanças e Seguros	1977					6
Bco Brasil	Finanças e Seguros	1977		2006			6
Bco Cruzeiro do Sul	Finanças e Seguros	1989				2007	2

<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Bco Daycoval	Finanças e Seguros	2006				2007	2
Bco Estado PI	Finanças e Seguros	1978					6
Bco Estado RS	Finanças e Seguros	1977				2007	6
Bco Estado SC	Finanças e Seguros	1977					6
Bco Indusval	Finanças e Seguros	2006				2007	2
Bco Itau Hold Financeira	Finanças e Seguros	2002	2002			2001	6
Bco Mercantil do Brasil	Finanças e Seguros	1977					6
Bco Mercantil Invest	Finanças e Seguros	1977					6
Bco Panamericano	Finanças e Seguros	2006				2007	2
Bco Pine	Finanças e Seguros	2006				2007	2
Bco Santander	Finanças e Seguros	2006	2009		2007		2
Bco Sofisa	Finanças e Seguros	2006			2007		2
Bco Sudameris Brasil	Finanças e Seguros	1977					4
Bematech	Eletroeletrônicos	2006		2007			2
Beta Secutizadora	Eletroeletrônicos	2004					4
Bic Banco	Finanças e Seguros	2006				2007	2
Bic Monark	Veiculos e peças	1971					6
Biommm	Outros	2002					5
BM&F	Finanças e Seguros	2007		2007			1
BM&F Bovespa	Finanças e Seguros	2007		2007			1
Bombril	Química	1984					6
Botucatu	Textil	1982					6
BR Malls Part	Outros	2004		2007			4
BR Properties	Construção	2004					4
Bradesco	Finanças e Seguros	1977	2004			2001	5
Bradespar	Outros	2000				2001	6
Brascan	Construção	1999					3
Brasil Brokers Part	Outros	2007		2007			1
Brasil Ecodiesel	Outros	2005		2006			3
Brasil Telecom	Telecomunicações	1980	2001			2002	6
Brasil Telecom Part	Telecomunicações	1998	1998			2002	6
BrasilAgro	Agro e Pesca	2005		2006			3
Braskem	Química	1978	1993			2003	6
Brasmotor	Eletroeletrônicos	1969					6
Brazil Financ Real Estate	Outros	1997					5
BRB Bco Brasilia	Finanças e Seguros	1993					6
Brinc Estrela	Outros	1968					6
Buettner	Textil	1969					6
Cafe Brasilia	Alimentos e Beb	1977					6
Cafe Cacique	Alimentos e Beb	1977					6
Cafe Iguacu	Alimentos e Beb	1977					6
Camargo Correa	Construção	2005		2007			3
Cambuci	Textil	1985					6
Caraiba Metais	Siderur & Metalur	1990					6



<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Casan	Outros	1998					6
CBCC Part	Outros	1998					6
CCR	Transporte Serviç	2000		2002			6
CEB	Energia Elétrica	1994					6
CEEE-Distrb	Energia Elétrica	2006					2
CEEE-GerTrans	Energia Elétrica	1970					6
CelgPar	Energia Elétrica	2006					2
CELM Eqp Lab	Outros	1972					5
Celpa	Energia Elétrica	1999					6
Celpe	Energia Elétrica	1994					6
Celulose Irani	Papel e Celulose	1977					6
Cemar	Energia Elétrica	1997					5
Cemat	Energia Elétrica	1994					6
Cemepe Invest	Outros	1991					6
Cemig	Energia Elétrica	1971	1997			2001	2
Cent Elet SC	Energia Elétrica	1973			2002		6
Centennial Part Amapa	Mineração	2006					1
Centennial Part Minas-Rio	Mineração	2006					2
Ceramica Chiarelli	Minerais não Met	1973					6
Cesp	Energia Elétrica	1971				2006	6
Cia Band Armazens Gerais	Outros	1977					6
Cia Cedro Cachoeira	Textil	1969				2003	6
Cia Distr Gas RJ	Petróleo e Gas	1997					6
Cia Docas de Imbituba	Transporte Serviç	1977					6
Cia Habitasul Part	Outros	1982					6
Cia Ind Cataguases	Textil	1973					6
Cia Part Alianca BA	Outros	2000					6
Cia Piratininga F Luz	Energia Elétrica	2002					6
Cia Providencia Ind Com	Química	2006		2007			2
Cia Seguros Alianca BA	Finanças e Seguros	1977					6
Cia Seguros Minas Brasil	Finanças e Seguros	1977					6
Cia Sid Nacional	Siderur & Metalur	1943	1993				6
Cia Sid Tubarao	Siderur & Metalur	1993					3
Cia Tex F Guimaraes	Textil	1969					4
Cimob Part	Construção	1977					6
Cims	Outros	1995					6
Cobrasma	Veiculos e peças	1979					6
Coelba	Energia Elétrica	1994					6
Coelce	Energia Elétrica	1995					6
Comgas	Petróleo e Gas	1996					6
Company	Construção	2001		2006			5
Confab	Siderur & Metalur	1980				2003	6
Cons Alfa Adm	Outros	1977					6
Constr Adolpho Lind	Construção	1977					5

<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Contax Part	Outros	2001					6
Copasa MG	Outros	2002		2006			6
Copel	Energia Elétrica	1994	1996				6
Correa Ribeiro Com Ind	Outros	1977					5
Cosan Ind Com	Alimentos e Beb	2005		2005			3
Cosern	Energia Elétrica	1999					6
Coteminas	Textil	1971					6
CPFL Energia	Energia Elétrica	2000	2004	2004			6
CPFL Ger Energia	Energia Elétrica	2001					6
CR2 Empreed Imob	Construção	2006		2007			2
Cremer	Textil	2005		2006			3
CSU Card System	Outros	2005		2006			3
CTEEP Cia Trans E Elet Paulista	Energia Elétrica	1999				2002	6
Cyrela Comm Propert Empr Part	Outros	2007		2007			1
Cyrela Empreed Part	Construção	1994		2007			6
Dasa	Outros	2003		2004			5
Datasul	Software e Dados	2005		2005			2
DHB Ind Com	Veiculos e peças	1978					6
Dimed	Comércio	1977					5
Dinamica Energia	Energia Elétrica	2005					3
Dixie Toga	Outros	1995					6
Docas Invest	Outros	1977					6
Dohler	Textil	1973					6
Drogasil	Comércio	1977		2007			6
DTCOM	Outros	2000					6
Dufry South America	Comércio	2005					3
Duke Energy	Energia Elétrica	1999					6
Duratex	Outros	1966		2007		2005	6
EDP Energias Brasil	Energia Elétrica	2004		2005			4
Elekeiroz	Química	1971					6
Elektro	Energia Elétrica	1998					6
Eletrobras	Energia Elétrica	1971	1995			2006	6
Eletropar	Energia Elétrica	1996					6
Eletropaulo Metrop	Energia Elétrica	1993			2004		6
Eluma Ind Com	Siderur & Metalur	1969					6
EMAE	Energia Elétrica	1998					6
Embraer	Veiculos e peças	2005	2000	2006			3
Embratel Part	Telecomunicações	1998	1998				6
Encorpar	Textil	1997					5
Energisa	Energia Elétrica	1995					6
Enersul	Energia Elétrica	1981					6
Equatorial Energia	Energia Elétrica	2005		2006			3
Escelsa	Energia Elétrica	1996					6
Estacio Part	Outros	2007		2007			1

<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Eternit	Minerais não Met	1970		2006	2005		6
Eucatex	Outros	1969					5
Even Constr	Construção	2005		2007			3
Excelsior	Alimentos e Beb	1977					6
Ez Tec Empr Part	Construção	2006		2007			2
Ferbasa	Siderur & Metalur	1961					6
Ferrovia Centro Atlantica	Transporte Serviç	1996					6
Fertilizantes Heringer	Química	2006		2007			2
Fibam	Siderur & Metalur	1972					6
Financ Alfa	Finanças e Seguros	1977					6
Finansinos	Finanças e Seguros	1977					6
Forjas Taurus	Siderur & Metalur	1982					6
Fosfertil	Química	1992					6
Fras-le	Veiculos e peças	1977				2004	6
Gafisa	Construção	1997	2007	2006			6
Gazola	Siderur & Metalur	1932					6
General Shop Brasil	Outros	2007		2007			1
Gerdau	Siderur & Metalur	1980	1997			2001	6
Globex	Comércio	1981					6
Gol L Aee	Transporte Serviç	2004	2004		2004		3
GP Invest	Outros	2003					3
GPC Part	Outros	1997					6
Gradiente	Eletroeletrônicos	1973					5
Grazziotin	Comércio	1979					6
Grendene	Textil	1974		2004			5
Grucai Part	Outros	2002					5
Guararapes Confec	Textil	1958					6
GVT Hold	Telecomunicações	2006		2006			2
Haga Ind Com	Siderur & Metalur	1988					5
Helbor Empreend	Construção	2006		2007			2
Hercules	Siderur & Metalur	1968					5
Hering	Textil	1995				2002	6
Hopi Hari	Outros	1996					6
Hoteis Othon	Outros	1980					6
Hypermarcas	Outros	2007		2007			1
Ideiasnet	Outros	1999					6
Iguatemi Shop Centers	Construção	2005		2007			3
Ind Romi	Máquinas Indust	1938		2007			6
Inepar Energia	Energia Elétrica	1997					5
Inepar Ind Constr	Outros	1980					6
Inepar Telecom	Telecomunicações	1996					6
Inpar	Construção	2006		2007			2
Invest Bemge	Outros	1977					6
Invest Tur Brasil	Outros	2007		2007			1

<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Iochpe Maxion	Veiculos e peças	1984				2005	6
Itaitinga Part	Outros	1996					5
Itausa	Outros	1977				2001	6
Itautec	Eletroeletrônicos	1985					6
JB Duarte	Alimentos e Beb	1985					6
JBS	Alimentos e Beb	2006		2007			2
Jereissati Part	Outros	1946					6
JHSF Part	Construção	2006		2007			2
Joao Fortes Eng	Construção	1977					6
Josapar	Alimentos e Beb	1988					6
Karsten	Textil	1971					6
Kepler Weber	Siderur & Metalur	1980					6
Klabin	Papel e Celulose	1997				2002	6
Klabin Segall	Construção	2005		2006			3
Kroton Educ	Outros	1998			2007		6
L Hering	Comércio	1977					5
L Renner	Comércio	1977		2005			5
La Fonte Telecom	Telecomunicações	1985					6
Laep Invest	Alimentos e Beb	2007					1
Lark Maq Eqp	Outros	1977					5
Le Lis Blanc	Textil	2007		2007			1
Leco Prod Alim	Alimentos e Beb	1981					6
LF Tel	Telecomunicações	1998					6
Light	Energia Elétrica	2004		2005			4
Livraria Globo	Comércio	1977					3
Lix da Cunha	Construção	1977					5
LLX Log	Outros	2007		2007			1
Localiza	Outros	2004		2005			4
Log-In	Transporte Serviç	2006		2007			2
LPS Brasil	Construção	2006		2006			2
Lupatech	Siderur & Metalur	2005		2006			3
M Dias Branco	Alimentos e Beb	2005		2006			3
M&G Poliester	Química	1994					6
Magnesita Ref	Mineração	2006		2006			2
Mangels	Siderur & Metalur	1971				2003	6
Marambaia Energ Renov	Alimentos e Beb	1984					4
Marcopolo	Veiculos e peças	1977			2002		6
Marfrig	Alimentos e Beb	2006		2007			2
Marisa	Comércio	2006		2007			2
Marisol	Textil	1976					6
Medial	Outros	2005		2006			3
Melhoramentos	Papel e Celulose	1977					6
Melpaper	Papel e Celulose	1994					6
Mendes Jr	Construção	1977					6

<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Merc Brasil Financ	Finanças e Seguros	1977					6
Met Duque	Siderur & Metalur	1971					5
Met Gerdau	Siderur & Metalur	1968				2003	4
Met Riosulense	Veiculos e peças	1988					5
Metal Leve	Veiculos e peças	1977					6
Metalfrío	Máquinas Indust	2006		2007			2
Metalgráfica Iguacu	Siderur & Metalur	1968					5
Metisa Timboense	Siderur & Metalur	1971					6
Millennium	Química	1970					6
Minasmaquinas	Comércio	1977					6
Minerva	Alimentos e Beb	2006		2007			2
Minupar	Alimentos e Beb	1990					6
MMX	Mineração	1998		2006			5
Mont Aranha	Outros	1980					6
MPX Energia	Energia Elétrica	2006		2007			2
MRV Eng Part	Construção	2006		2007			2
Multiplan	Outros	2006			2007		2
Mundial	Siderur & Metalur	1979					6
Nadir Figueiredo	Minerais não Met	1977					6
Natura	Comércio	2003		2004			5
Neoenergia	Energia Elétrica	1996					6
Net Sv Com	Outros	1994	1996		2002		6
Nordon	Máquinas Indust	1956					5
Nossa Caixa	Finanças e Seguros	2004		2005			4
Nutriplant Ind Com	Química	2007					1
Obrascon	Transporte Serviç	2004		2005			4
Oderich	Alimentos e Beb	1977					5
Odontoprev	Outros	2005		2006			3
OGX	Petróleo e Gas	2006		2006			2
Panatlantica	Siderur & Metalur	1971					6
Pao de Acucar	Comércio	1995	1995			2003	6
Parana Bco	Finanças e Seguros	2006				2007	2
Paranapanema	Siderur & Metalur	1977				2007	6
Parmalat Brasil	Alimentos e Beb	1985					6
Paul F Luz	Energia Elétrica	1969					6
PDG Realty	Construção	2006		2007			2
Perdigao	Alimentos e Beb	1977	1996				6
Petrobras	Petróleo e Gas	1977	1996				6
Petroflex	Química	1992					6
Petropar	Outros	1988					6
Petroquímica Uniao	Química	1994					5
Petroquisa	Química	1989					3
Pettenati	Textil	1981					6
Plascar Part Ind	Veiculos e peças	1989					6

<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Polialden	Química	1974					4
Polipropileno	Química	1984					3
Polipropileno Part	Química	1996					3
Politeno Ind Com	Química	1987					4
Polpar	Outros	1989					6
Porto Seguro	Finanças e Seguros	1997		2004			6
Portobello	Minerais não Met	1991					6
Positivo Info	Eletroeletrônicos	2005		2006			3
Pro Metalurgia	Veiculos e peças	1982					6
Profarma	Comércio	2005		2006			3
Pronor Petro	Química	1976					6
Quattor Petro	Química	2002					6
Rail Sul	Outros	1996					2
Randon Part	Veiculos e peças	1996				2001	6
Rasip Agro Pastoril	Agro e Pesca	1999					6
Recrusul	Veiculos e peças	1985					6
Rede Energia	Energia Elétrica	1969					6
Redecard	Finanças e Seguros	2006		2007			2
Ref Petr Manguinhos	Petróleo e Gas	1970					6
Renar Macas	Agro e Pesca	2003		2005			5
Renner Part	Finanças e Seguros	1998					6
Rexam Beverage	Siderur & Metalur	1997					1
Rimet Empreend Ind Com	Siderur & Metalur	1986					6
Rio Grd Energ	Energia Elétrica	1997					6
Ripasa	Papel e Celulose	1982				2001	4
Rodobens Imob	Construção	2005		2007			3
Rossi Resid	Construção	1997		2006		2003	4
Sabesp	Outros	1994	2002	2002			6
Sadia	Alimentos e Beb	1981	2001			2001	6
SAM Inds	Siderur & Metalur	1986					5
Sanepar	Outros	2000					3
Sansuy Ind Plastic	Outros	1986					5
Santanense	Textil	1984					5
Santista Tex	Textil	1994					5
Santos Brasil	Transporte Serviç	1997					6
Santos Brasil Part	Transporte Serviç	1998			2006		6
Sao Carlos Empreend Part	Outros	1991		2006			6
Sao Martinho	Alimentos e Beb	2006		2007			2
Sao Paulo Alpargatas	Textil	1977				2003	6
Sao Paulo Turismo	Outros	1977					6
Saraiva	Outros	1977			2006		6
Satipel	Outros	2006		2006			2
Sauipe	Outros	1995					6
Schlosser	Textil	1985					6

<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Schulz	Veiculos e peças	1994					6
Seara Alim	Alimentos e Beb	1999					3
SEB Sist Educ BR	Outros	1998			2007		6
Semp Toshiba	Eletroeletrônicos	1971					6
Sergen	Construção	1977					6
Shoptime	Comércio	1996					3
Sifco	Veiculos e peças	1970					1
SLC Agricola	Agro e Pesca	2006		2007			2
Sola	Alimentos e Beb	1995					6
Sole Telecom Com Ext	Comércio	1996					3
Sondotecnica	Outros	1980					6
Souto Vidigal	Outros	1969					1
Souza Cruz	Outros	1969					6
SPEL Empreen Part	Construção	1998					1
Springer	Eletroeletrônicos	1968					6
Springs Global Part	Textil	2006		2007			2
SPSCS Ind	Veiculos e peças	1977					2
Sul America	Finanças e Seguros	2006			2007		2
Sul America Capitaliz	Finanças e Seguros	1977					2
Sul America Nac	Finanças e Seguros	1977					6
Sultepa	Construção	1986					6
Suzano Hold	Outros	1982					6
Suzano Papel Cel	Papel e Celulose	1992				2004	6
TAM	Transporte Serviç	1997	2006		2005		6
Tarpon Invest	Finanças e Seguros	2007		2007			1
TCO Cel Part	Telecomunicações	1998					3
Tec Carlos Renaux	Textil	1969					6
Tec Sao Jose	Textil	1971					6
Tec Toy	Outros	1993					6
Tecblu	Textil	1971					5
Technos Relogios	Outros	1977					2
Tecnisa	Construção	2006		2007			2
Tecnoloso	Outros	1977					6
Tegma	Transporte Serviç	2006		2007			2
Teka	Textil	1969					6
Tekno	Siderur & Metalur	1977					6
Tele Leste Cel Part	Telecomunicações	1998	1998				3
Tele N Cel Part	Telecomunicações	1998	1998				6
Tele NE Cel Part	Telecomunicações	1998	1998				3
Tele SE Cel Part	Telecomunicações	1998	1998				3
Telec Bras Telebras	Telecomunicações	1981	1998				6
Telefonica Data BR Hold	Telecomunicações	2001	1998				4
Telemar N L	Telecomunicações	1979					6
Telemar Part	Telecomunicações	2000	1998				6

<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Telemig Cel	Telecomunicações	1998					6
Telemig Cel Part	Telecomunicações	1998	1998				6
Telet	Telecomunicações	1997					4
Tempo Part	Outros	2004		2007			4
Tenda	Construção	2006		2006			2
Terna Part	Energia Elétrica	2006			2006		2
Tex Renauxview	Textil	1969					6
Tim NE Telecom	Telecomunicações	1998					3
Tim Part	Telecomunicações	1998	1998				6
Tim Sul	Telecomunicações	1998					3
Totvs	Software e Dados	2004		2006			4
TPI	Transporte Serviç	2002		2007			5
Tractebel	Energia Elétrica	1998		2005			6
Trafo Eqp Ele	Eletroeletrônicos	1969					5
Transparana	Comércio	1977					5
Trevisa	Outros	1980					6
Trikem	Química	1979					1
Trisul	Construção	2007		2007			1
Trorion	Química	1969					5
Tupy	Veiculos e peças	1966					6
Ultrapar Part	Química	1999	1999			2005	6
Unibanco	Finanças e Seguros	1977	1997			2001	6
Unibanco Hold	Finanças e Seguros	1995				2001	6
Unipar Uniao Ind Petr	Química	1971				2004	6
Universo Online	Software e Dados	2004			2005		4
Usiminas	Siderur & Metalur	1994	1994			2007	6
Usina C Pinto	Alimentos e Beb	1985					6
Vale	Mineração	1970	1997			2003	6
Varig	Transporte Serviç	1977					4
Varig Part Sv Compl	Transporte Serviç	2000					5
Varig Part Trnp Aee	Outros	2000					5
Vasp	Transporte Serviç	1982					2
VBC Energia	Energia Elétrica	1994					6
Vicunha Tex	Textil	1971					6
Vigor	Alimentos e Beb	1984				2001	6
Villares	Siderur & Metalur	1969					6
Vivax	Outros	2004			2006		3
Vivo Part	Telecomunicações	1998	2008				6
Votorantim Cel Papel	Papel e Celulose	1986	2000			2001	6
Vulcabras	Textil	1977					6
WEG	Máquinas Indust	1982		2007		2001	6
Wembley	Textil	1973					5
Wetzel	Veículos e peças	1984					6
Whirlpool	Eletroeletrônicos	1994					6



<b>Empresa Listada</b>	<b>Setor</b>	<b>Início na Bolsa</b>	<b>ADR</b>	<b>NM</b>	<b>N2</b>	<b>N1</b>	<b>Obs.</b>
Wiest	Veiculos e peças	1994					4
Wilson	Transporte Serviç	2006					2
WLM Ind Com	Petróleo e Gas	1971					6
Yara BR Fertilizantes	Química	1981					6
<b>Total</b>	22		41	98	21	47	2091

Legenda: *ADR* (*American Depositary Receipts*); NV (Novo Mercado); N2 (Nível 2); N1 (Nível 1); Obs. (Número de Observações da Empresa entre os anos de 2002 e 2007.)

## APÊNDICE B – Empresas mais Admiradas entre as Listadas na Bovespa

Empresa	Posição no <i>Ranking</i> *					
	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Ambev	15°	8°	13°	9°	8°	8°
Aracruz	1° no setor	1° no setor	1° no setor			
Azaleia				1° no setor		1° no setor
Bco Itau Hold Financeira	12°	10°	10°	8°	13°	14°
Bradesco	17°	20°	19°	14°	14°	
Brascan						1° no setor
Braskem		1° no setor				
Camargo Correa					1° no setor	1° no setor
Cemig		1° no setor				
Cia Sid Nacional			20°			
CPFL Energia	1° no setor					
Cyrela Empreend Part	1° no setor	1° no setor	1° no setor	1° no setor		
Embraer	6°	7°	7°	6°	3°	2°
Gafisa					1° no setor	
Gerdau	5°	5°	4°	6°	5°	10°
Gol L Aee	18°	19°	12°	13°		
Grendene	1° no setor	1° no setor	1° no setor			
Marisol						1° no setor
Natura	1°	1°	1°	1°	2°	3°
Pao de Acucar	1° no setor	18°	11°	7°	7°	13°
Perdigao						
Petrobras	4°	4°	8°	3°	9°	15°
Porto Seguro	1° no setor	1° no setor				
Sadia	20°	15°		11°	18°	
Santista Tex	1° no setor	1° no setor	1° no setor	1° no setor		1° no setor
Sao Paulo Alpargatas		20°			1° no setor	
TAM		11°	5°	8°		6°
Telefonica Data BR Hold	1° no setor	1° no setor	1° no setor	1° no setor	1° no setor	1° no setor
Tim Part	1° no setor	1° no setor	1° no setor			
Vale	2°	2°	3°	5°	10°	11°
Votorantim Cel Papel	9°	9°	6°	4°	4°	9°
WEG				17°		1° no setor
Whirlpool	1° no setor	1° no setor	1° no setor	1° no setor	1° no setor	1° no setor

\* Empresas apontadas como primeira no setor, desde que não estivessem entre as 20 primeiras no geral.